

O Regime de metas de inflação no Brasil pós-2006: uma análise histórica

André Luís Campedelli¹

Resumo: O objetivo deste artigo é realizar uma análise histórica do regime de metas de inflação no Brasil, avaliando uma possível mudança de postura na condução da política monetária, para uma mais flexível pós-2006. Para isto, será examinado o período completo do regime de metas de inflação, separando este em dois períodos: um entre 1999 e 2005, mais ortodoxo e outro entre 2006 até 2014, de maior flexibilidade na condução da política monetária. Na primeira seção deste artigo será realizada a análise histórica do primeiro período. Na segunda seção deste artigo também será feita uma análise histórica, só que contemplando o segundo período do regime de metas de inflação. Na terceira seção, será feita uma avaliação da política monetária do segundo período, analisando se é possível considerar este período como um período que foge da ortodoxia econômica. O artigo é finalizado com suas conclusões e considerações finais.

Palavras-chave: Selic, regime de metas de inflação, política monetária

Abstract: The objective of this article is to conduct a historical analysis of the inflation target in Brazil, evaluating a possible change in monetary policy posture to a more flexible one after 2006. For this purpose, the complete period of the inflation target will be examined, divided into two periods: one between 1999 and 2005, more orthodox, and another between 2006 and 2014, more flexible in the monetary policy conduct. In the first section of this article, a historical analysis of the first period will be accomplished. In the second section of this article a historical analysis will also be performed, but now contemplating the second period of the inflation target. In the third section an evaluation of this second period will be carried, analyzing if it is possible to consider this period as one that escapes from the orthodox economy. The article ends with conclusions and final considerations.

Keywords: Selic, inflation target, monetary policy

1. Introdução

O objetivo deste artigo é realizar uma análise histórica do regime de metas de inflação no Brasil, avaliando as políticas monetárias adotadas durante o período e os resultados obtidos, tanto em relação ao seu objetivo principal, que é o controle inflacionário, quanto em relação ao crescimento econômico. O foco do artigo será o período posterior a 2006, no qual existe uma maior flexibilidade da política monetária, atuando de maneira menos rígida e com uma menor taxa Selic no controle inflacionário. O objetivo final é observar se realmente existiu uma mudança de postura consistente da política monetária a partir deste período.

A adoção do regime de metas de inflação acontece em julho de 1999, substituindo a âncora cambial como método de estabilização monetária. Existia a

¹ Professor substituto do ICSA da UNIFAL-MG. Mestre em Economia Política pelo PEPGEP da PUC-SP. Email: andre.camps@hotmail.com
Recebido em julho de 2015 e aceito em maio de 2016.

perspectiva de que o novo método de estabilização monetária reduziria a vulnerabilidade externa e o nível da taxa Selic, sendo que ambos os parâmetros se encontravam em níveis elevados com o método anterior. Ocorreu uma redução da vulnerabilidade, mas a taxa Selic se manteve em um patamar elevado, sendo apenas reduzida após 2006, mas ainda se encontrando em um dos maiores níveis mundiais.

É possível dividir a política monetária realizada no Brasil durante o regime de metas de inflação em dois períodos, o primeiro sendo de 1999 até 2005, numa fase de maior rigidez da política monetária, e um segundo entre 2006 até 2014, um período de menor rigidez, mas ainda com fases de maior e menor rigidez da política adotada. O foco principal deste artigo será a análise deste segundo período, analisando se realmente existiu uma mudança de postura do governo brasileiro em relação à política monetária.

Na primeira seção deste artigo será analisado o primeiro período do regime de metas de inflação, entre 1999 e 2005, o período de maior rigidez da política monetária. A segunda seção irá tratar do período posterior, momento em que se reduz o nível da taxa Selic e se inicia uma fase de menor rigidez monetária. A terceira seção deste artigo analisa as medidas tomadas no segundo período, analisando se existe realmente uma mudança de postura do governo em relação à política monetária. A quarta e última seção trará as conclusões e considerações finais deste artigo.

2. Adoção e condução do regime de metas de inflação entre 1999 e 2005

O objetivo desta seção é realizar um histórico do caso brasileiro do regime de metas de inflação entre 1999 e 2005. Será analisado o período de sua adoção em 1999, as políticas monetárias realizadas e os resultados obtidos dentro deste período.

Em 1999, com o final da âncora cambial, existia uma forte preocupação em relação à continuidade do processo de estabilização monetária iniciado em 1994. Segundo Oliveira & Tuolla (2003) existiam preocupações em relação ao impacto que a nova política cambial, agora não mais sobrevalorizada, teria nos preços da economia. O fator cambial era considerado o principal na estabilização monetária e uma possível desvalorização era vista por muitos como inviabilizadora de uma continuidade do processo de estabilização inflacionária.

A partir de 1º de julho de 1999, o regime de metas de inflação começa a ser utilizado como substituto da âncora cambial. O modelo brasileiro se assemelhava aos demais modelos adotados no mundo. Foi escolhido um índice inflacionário que seria o parâmetro do nível de preços, o Índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), calculado pelo IBGE, abrangendo diversos preços, inclusive alguns muito instáveis, da economia brasileira. Foram adotadas bandas, com limites superior e inferior de 2% para a flutuação inflacionária. O Conselho Monetário Nacional era o responsável pela

escolha da meta a ser batida após o ano corrente, sendo que a inflação poderia flutuar dentro da banda, devendo estar dentro dos limites no final do ano corrente. Foi criado o relatório Focus, para medir a expectativa dos agentes econômicos brasileiros, sendo o setor financeiro² o mais pesquisado dentro desta pesquisa. A ferramenta monetária escolhida para o controle inflacionário foi a taxa Selic (CINTRA, 2005: 44).

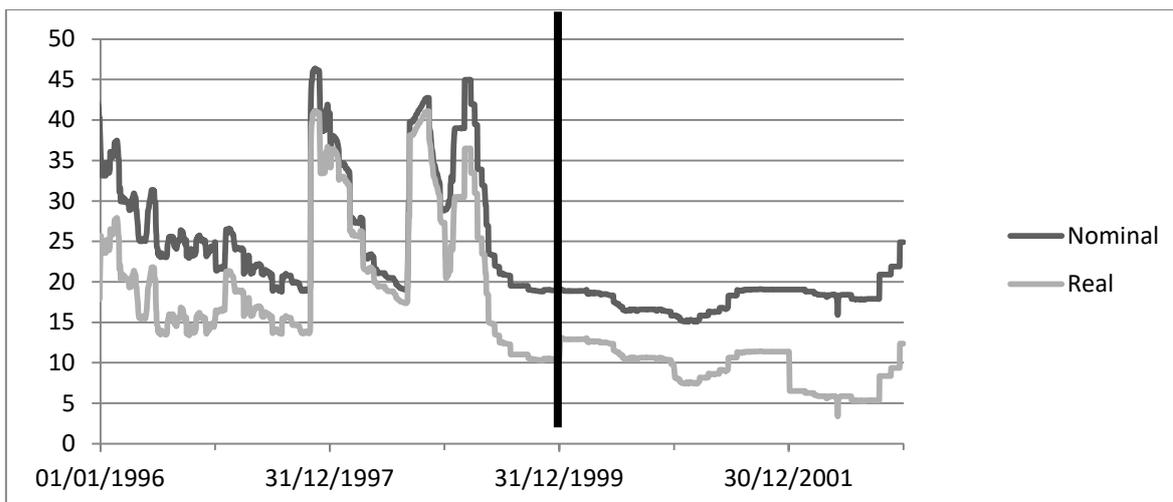
Com o abandono da âncora cambial, o efeito imediato foi o de uma desvalorização cambial, chegando a R\$ 2,16 em março, mas com uma redução desta taxa durante o ano de 1999, fechando o ano em R\$ 1,78. Segundo Modenesi (2005), esta desvalorização cambial gerou uma elevada pressão inflacionária, principalmente nos preços por atacado da economia. Tais pressões não chegaram ao consumidor final devido a uma política monetária restritiva para amenizar os efeitos cambiais na inflação final.

Segundo Oliveira & Tuolla (2003), com a introdução do regime de metas de inflação na economia brasileira foi possível observar uma redução do nível e da volatilidade da taxa Selic durante um primeiro momento. A taxa Selic durante o período anterior ao do regime de metas se mantinha em patamares elevados, já que esta possuía a função de atração de capitais para possibilitar a valorização da moeda. A partir do regime de metas de inflação em 1999, o que se observa é uma redução do nível da Selic e uma menor volatilidade desta, sendo muito mais estável durante o período, tanto avaliando a taxa nominal quanto a taxa real (Gráfico 1).

Existe certa divergência em relação a uma efetiva redução do nível de volatilidade da economia brasileira após a adoção do regime de metas de inflação. Mesmo sendo menos vulnerável aos efeitos cambiais, a economia ainda mostrou diversos problemas, tanto na condução inflacionária quanto no seu crescimento econômico em anos com forte variação cambial, como em 2001 e 2002. Pode-se colocar que existiu uma redução da vulnerabilidade externa, mas que tal redução não é ainda suficiente para se evitar problemas oriundos de choques cambiais.

² Participam do relatório Focus atualmente 120 instituições, que são em sua maioria bancos, gestores de recursos, distribuidoras e corretoras. Além destas empresas, participam também algumas consultorias e outras empresas não financeiras. Maiores informações sobre o relatório Focus de Expectativas de Mercado podem ser encontradas em BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Expectativas de Mercado, com informações até março de 2014. **Série Perguntas Mais Frequentes**, Brasília. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2013-Expectativas%20de%20Mercado.pdf>>.

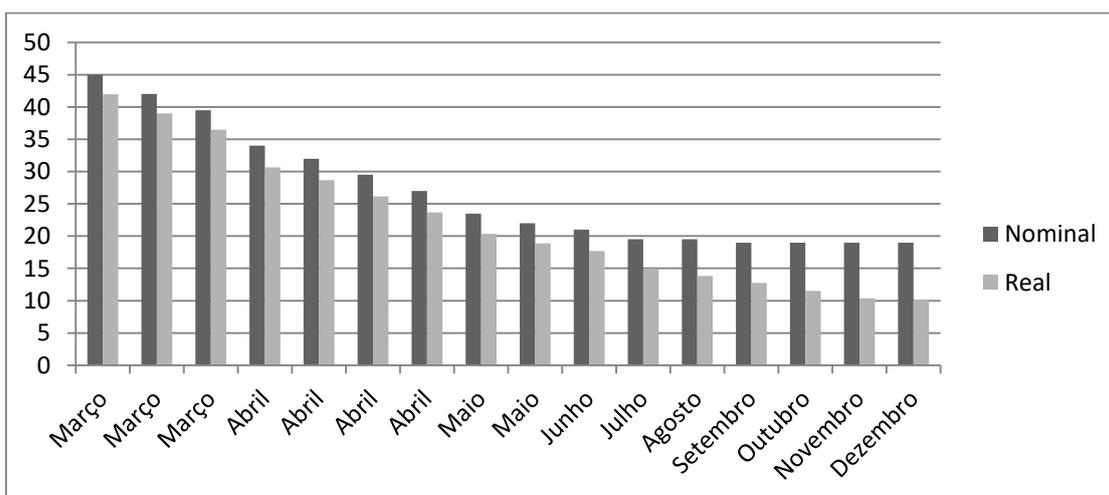
Gráfico 1 – Taxa Selic diária nominal e real: 1996-2002 (em % ao ano)



Fonte: Ipeadata, elaboração do autor.

Também é possível se observar uma redução da taxa Selic desde o abandono da âncora cambial até a adoção do regime de metas de inflação e por todo o ano de 1999. Na primeira reunião do Comitê de Política Monetária em março, a taxa Selic ficou estipulada em 45%, sendo reduzida na reunião seguinte para 39,5%. A taxa foi sendo reduzida consecutivamente até alcançar 19% no fim do ano, já com o regime de metas adotado. Num primeiro momento, o regime de metas de inflação parecia estar correspondendo as suas expectativas, baixando a taxa Selic e reduzindo a vulnerabilidade externa da economia brasileira, novamente, tanto em seu nível real quanto em seu nível nominal (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Evolução da taxa Selic: 1999 (em % ao ano)



Fonte: Banco Central do Brasil: elaboração própria.

Mesmo com uma redução da volatilidade e do nível da Selic com a adoção do regime de metas, a taxa se manteve entre as mais elevadas do mundo, tanto em seu nível nominal quanto no nível real, e o controle inflacionário foi sendo realizado de maneira pouco flexível, com a elevação da taxa Selic em qualquer sinal de pressão inflacionária, mesmo com algumas exceções, como ocorreu no final de 2001.

Segundo Modenesi (2005), pouco se alterou a política monetária nos dois primeiros anos do regime de metas. Com a redução das pressões inflacionárias originadas em 1999 foi possível inclusive um novo período de redução da taxa Selic, que chegou a 15,75% no final deste ano. O câmbio também foi fator importante para este cenário, já que, mesmo flutuante, o câmbio se manteve estável na faixa de R\$ 2,00 por todo o ano. Mas o cenário favorável que permitiu a redução da Selic muda a partir de 2001, quando a ortodoxia das decisões de política monetária ficou evidente. Surgem pressões inflacionárias a partir deste ano, junto com uma piora do cenário econômico internacional, que elevou consideravelmente a taxa cambial neste ano. A taxa Selic volta a se elevar, terminando o ano em 19%, sendo que o presidente do Banco Central na época, Armínio Fraga decidiu não elevar ainda mais a Selic, evitando um maior sacrifício à economia brasileira.

Oliveira & Turolla (2005) mostram que a situação piora em 2002, com o aumento das incertezas em relação à economia mundial e do futuro da manutenção das políticas ortodoxas em relação ao controle inflacionário. Com a possível vitória de Lula na eleição deste ano, a desconfiança do mercado se eleva, com um aumento significativo da taxa cambial, que chega próximo ao patamar de R\$ 4,00 no ano, e termina o ano em R\$ 3,53.

Com a eleição de Lula e a mudança de governo, muitos acreditavam que ocorreria uma mudança das prioridades econômicas a partir desta data. Segundo Belluzzo & Carneiro (2004), isto não ocorre, sendo que a política monetária continuou sendo guiada na tentativa de se obter um nível de inflação reduzido. O controle inflacionário se manteve como o principal foco da política econômica como um todo, com uma atuação da política monetária rígida sempre que necessário, quando ocorressem pressões inflacionárias, uma política fiscal visando à obtenção do superávit primário e com uma política cambial que evitasse pressões inflacionárias oriundas do câmbio, mantendo esta variável valorizada. Todas as demais variáveis econômicas, como crescimento, distribuição de renda, etc., acabaram se tornando subordinadas ao objetivo maior de controle inflacionário.

Segundo Barbosa & Souza (2010), tais políticas eram inevitáveis no início do governo Lula, devido aos problemas apresentados pelos diversos indicadores macroeconômicos. A inflação havia ultrapassado a meta nos dois últimos anos do governo FHC, e era necessário sinalizar aos agentes econômicos o compromisso com

a estrutura macroeconômica em vigor. Para isto, foram realizados ajustes visando à melhoria da situação fiscal, monetária e cambial da economia.

Segundo Amitrano (2006), além de pouco se alterar a política macroeconômica, o governo Lula demonstra uma redução ainda maior da flexibilidade da política monetária, que se tornou ainda mais restritiva no controle inflacionário. O peso do fator demanda no entendimento da inflação brasileira se intensificou neste período inicial, atuando sempre de maneira incisiva em qualquer sinal de elevações de pressão inflacionária, seja sua origem de demanda ou de oferta.

Tabela 1 – Indicadores e metas macroeconômicas: 1999-2005

	Selic	Selic Real	IPCA	Meta Inflação	Meta superávit	Variação PIB	Câmbio médio anual
1999	19,00%	10,06%	8,94%	8,0% (6,0%-10,0%)	3,10%	0,25%	R\$ 1,82
2000	15,75%	9,78%	5,97%	6,0% (4,0%-8,0%)	3,40%	4,31%	R\$ 1,93
2001	19,00%	11,33%	7,67%	4,0% (2,0%-6,0%)	3,35%	1,31%	R\$ 2,35
2002	25,00%	10,47%	12,53%	3,5% (1,5%-5,5%)	3,88%	2,66%	R\$ 2,92
2003	16,50%	7,20%	9,30%	4,0% (1,5%-6,5%) ²	4,25%	1,15%	R\$ 3,08
2004	17,75%	10,15%	7,60%	5,5% (3,0%-8,0%) ²	4,50%	5,71%	R\$ 2,93
2005	18,00%	12,31%	5,69%	4,5% (2,5%-6,5%)	4,25%	3,16%	R\$ 2,44

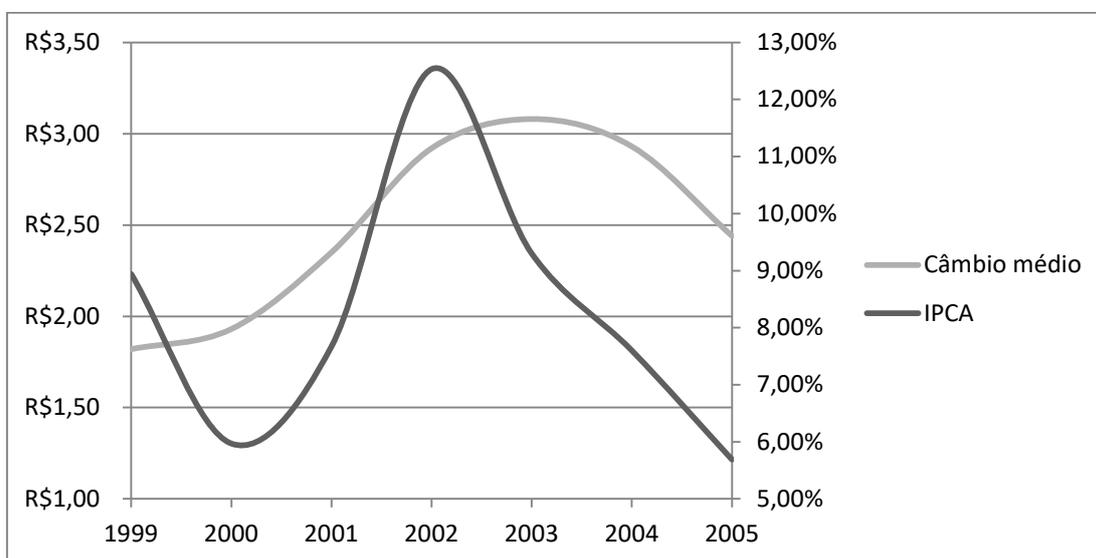
Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

² Nestes anos, a meta, a banda superior e inferior foram revistas e alteradas no meio do período em vigor.

Durante esta primeira fase do regime de metas de inflação, é possível observar que ocorreu um baixo crescimento econômico no período, com uma média de 2,65% ao ano. Tal período de baixo crescimento econômico pode ter sido muito influenciado pela elevada taxa Selic praticada no mesmo período, com uma taxa que sempre ficou acima de 16,5% e na maior parte do tempo ficou acima de 18% ao ano. O superávit se elevou neste período, reflexo da ortodoxia na política monetária, que obrigava o governo a realizar elevados superávits na busca de equacionar a dívida interna gerada pela elevada Selic. Importante observar que o período no qual o IPCA ficou acima da meta e da banda estipulada pelo governo foram os anos com maior taxa cambial do período, sendo que em 2004 a meta somente foi alcançada devido à revisão desta dentro do período (Tabela 1).

Cintra (2005) destaca exatamente que a forte desvalorização cambial que se inicia no ano de 2001 foi um dos fatores responsáveis pela aceleração do processo inflacionário. Serrano (2010) coloca que o câmbio é um dos principais fatores de controle inflacionário dentro do regime de metas de inflação. Com uma elevada taxa Selic, existe uma elevação do nível de entrada de capital estrangeiro, principalmente para operações de *carry trade*, gerando impactos de curto prazo no controle inflacionário, devido à redução dos custos de produção que ocorre neste primeiro momento. Pode-se dizer que, no Brasil, o regime de metas de inflação funciona mais devido ao câmbio valorizado que este permite do que à redução de demanda que a taxa Selic gera na economia.

Gráfico 3 – IPCA comparado à taxa média de câmbio: 1999-2005



Fonte: Ipeadata, elaboração do autor.

O IPCA e a taxa média de câmbio anual demonstram tendências semelhantes ao compararmos ambos durante o período inicial do regime de metas de inflação. Quando existe uma tendência de elevação do câmbio, o IPCA começa a se elevar e se mantém em um patamar elevado até o momento em que o câmbio começa uma tendência de queda. O câmbio demonstra forte influência no IPCA do período, sendo um dos principais fatores que explicam suas alterações.

A partir de 2006, ocorre uma mudança na condução da política econômica brasileira. Parte disto pode ser explicada pela troca do Ministro da Fazenda, com a entrada de Guido Mantega para a vaga de Antônio Palocci neste ano. Mas a presidência do Banco Central não se altera, o que explica também a persistência de uma política ainda ortodoxa na questão monetária, mesmo que mais flexível. A partir de agora, iremos analisar as mudanças em relação à política monetária que ocorrem

a partir de 2006 e avaliaremos posteriormente, na seção 3, se tais mudanças foram realmente consistentes.

3. Condução da política monetária entre 2006 e 2014

O objetivo desta seção é realizar uma análise histórica do regime de metas de inflação durante o período de 2006 até 2014. Este é considerado um período de maior flexibilidade e menor ortodoxia na condução da política monetária, e também quando ocorreu o melhor resultado, tanto no combate inflacionário quanto no desempenho econômico do país. Existe atualmente uma forte discussão em relação ao início desta fase mais flexível, pois muitos consideram que tal mudança somente pode ser vista efetivamente entre os anos de 2011 e 2013. Neste trabalho decidimos colocar o período entre 2006 e 2014 como a fase de maior flexibilidade, exaltando a maior flexibilidade que ocorre no período em questão.

Para Barbosa & Souza (2010), o primeiro sinal de uma maior flexibilidade da política monetária em 2006 é a redução que ocorreu no nível da taxa Selic a partir deste ano. Os bons resultados em relação ao controle inflacionário nos anos de 2004 e 2005 permitiram, segundo os autores, tal redução, e esta parecia a tendência a ser seguida a partir deste momento. Fatores como uma redução do crescimento econômico entre 2004 e 2005 e a redução da inflação oriunda dos alimentos foram também fatores determinantes para que tal mudança ocorresse.

Importante ressaltar que houve uma redução da pressão inflacionária em 2006, sendo que a inflação neste ano foi a menor registrada dentro do período do regime de metas de inflação. Tal redução foi importante para permitir a redução da Selic que se encontrava em 18% no final de 2005 para o nível de 13,25% em 2006. Também é importante ressaltar que mesmo com uma redução expressiva da taxa Selic nominal, a taxa real teve uma redução menos significativa, indo de 12,3% para 10,1%, valor quase semelhante ao que se encontrava no ano de 2004.

A tendência de queda da Selic permanece durante o ano de 2007. Barbosa (2013) coloca que fatores como a forte expansão agrícola que ocorre a partir de 2006 reduziu a pressão sobre os preços dos alimentos e permitiu uma política monetária mais flexível no biênio 2006-2007. O não comprometimento com novas reduções da inflação, estipulando uma meta estável em relação ao ano anterior também é um dos fatores que possibilitaram essa menor ortodoxia monetária neste período. O câmbio é novamente fator que explica a possibilidade de uma política monetária mais flexível, já que a valorização cambial que ocorre devido ao efeito das *commodities* na economia brasileira possibilitou uma política monetária mais branda.

Filgueiras *et al.* (2010) coloca também o papel do cenário externo favorável, que facilitou a redução das pressões inflacionárias e permitiu uma menor ortodoxia

econômica a partir de 2006, e que também possibilitou uma melhora do desempenho econômico do país. O Brasil ficou com maior estabilidade macroeconômica, que permitiu ao mesmo tempo uma redução significativa da taxa Selic e um aumento ao crédito voltado ao consumo. No mesmo momento, o câmbio volta a se valorizar, o que também foi fator decisivo para um controle mais ameno da inflação.

Esta flexibilidade da política monetária não foi permanente durante todo o período. Entre 2006 e 2014, a política monetária transitou entre momentos de maior flexibilidade e momentos de maior ortodoxia nas medidas tomadas. Segundo Barbosa (2013), antes do estopim da crise mundial de 2008, com o caso da quebra do banco Lehman Brothers em setembro, a política monetária já apresentava sinais de ortodoxia, com a elevação neste mesmo ano da taxa Selic. O patamar mais elevado da Selic durante o período em questão foi alcançado pouco antes da quebra do banco, chegando a 13,75%. O Banco Central alegava que a demanda econômica estava demasiadamente aquecida e era necessário um recuo econômico para evitar uma inflação elevada.

Mesmo após o estopim da crise, a política monetária se manteve ortodoxa até o final do ano de 2008. Existia um temor do Banco Central de que um dos reflexos da crise econômica no Brasil fosse uma elevação inflacionária, e este atuou de maneira conservadora, enquanto praticamente todos os países do mundo tomavam medidas monetárias mais heterodoxas para amenizar os efeitos da crise. A política monetária só foi alterada em 2009, com a redução da Selic no início deste ano. Barbosa & Souza (2010) analisam que isto foi possível devido à percepção do Banco Central de que não ocorreriam riscos inflacionários com a crise. Inicia-se um ciclo de reduções da taxa Selic, como medida anticíclica em resposta à crise. Existe um consenso entre economistas heterodoxos, como visto em Freitas (2010), de que tais medidas surgiram com atraso, mas que tal atraso foi compensado por uma política fiscal anticíclica desde o início dos sintomas da crise.

O ciclo de políticas monetárias mais flexíveis se interrompe novamente em 2010. Com a forte recuperação econômica demonstrada neste ano, o Banco Central volta a temer possíveis pressões inflacionárias e um novo ciclo de elevações consecutivas da taxa Selic é iniciado. Este período de ortodoxia monetária se manteve durante todo o ano, e no ano seguinte, até setembro de 2011, já no governo Dilma, com a tendência de elevação da Selic.

Barbosa (2013) coloca que um dos primeiros sinais de uma maior flexibilidade da política econômica do governo Dilma se inicia em 2011, com a adoção das medidas

“macroprudenciais”³ no controle inflacionário para o combate à inflação com outras ferramentas além da Selic.

Em setembro de 2011, se inicia o ciclo de maior heterodoxia monetária do período em questão, com a redução significativa taxa Selic durante o ano de 2011 até meados de 2012, e com a utilização cada vez maior das medidas “macroprudenciais” para o controle inflacionário. Tais medidas auxiliaram a redução do nível da Selic neste período, que chegou ao menor patamar histórico ao final de 2012, em 7,25%. Existia também uma preocupação em reduzir a taxa de juros cobrada pelo setor privado. Para tal, o governo se utilizou dos bancos públicos, reduzindo a taxa de juros cobrada por estes, na tentativa de que o setor privado fosse obrigado a reduzir suas taxas.

Tal postura se manteve até meados de 2013, quando a utilização das medidas “macroprudenciais” foi reduzida, e o controle inflacionário volta a ser feito quase que totalmente pelo ferramental tradicional, a taxa Selic. O Banco Central voltou a assumir uma postura mais ortodoxa, e esta tendência foi mantida até o final do primeiro mandato de Dilma, ao final de 2014.

Tabela 2 – Indicadores e metas macroeconômicas: 2006-2014

	Selic	Selic Real	IPCA	Meta Inflação	Meta superávit	Variação PIB	Câmbio médio anual
2006	13,25%	10,11%	3,14%	4,5% (2,5%-6,5%)	4,25%	3,96%	R\$ 2,18
2007	11,25%	6,79%	4,46%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,80%	6,90%	R\$ 1,95
2008	13,75%	7,85%	5,90%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,80%	5,17%	R\$ 1,84
2009	8,75%	4,44%	4,31%	4,5% (2,5%-6,5%)	2,50%	-0,33%	R\$ 2,00
2010	10,75%	4,84%	5,91%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	7,53%	R\$ 1,76
2011	11,00%	4,50%	6,50%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	2,73%	R\$ 1,67
2012	7,25%	1,41%	5,84%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	1,03%	R\$ 1,95
2013	10,00%	4,09%	5,91%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	2,49%	R\$ 2,15
2014	11,75%	5,34%	6,41%	4,5% (2,5%-6,5%)	3,10%	0,20% ⁴	R\$ 2,35

Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

⁴ O número oficial do PIB não foi divulgado até o término deste trabalho, portanto, utilizamos a previsão oficial do Banco Central do Brasil para tal dado.

Dentro da fase mais flexível da política monetária, é possível ver uma redução do nível da Selic em comparação com o período anterior (1999-2005), mas ainda em um patamar muito elevado. É possível observar que este período tem fases mais e

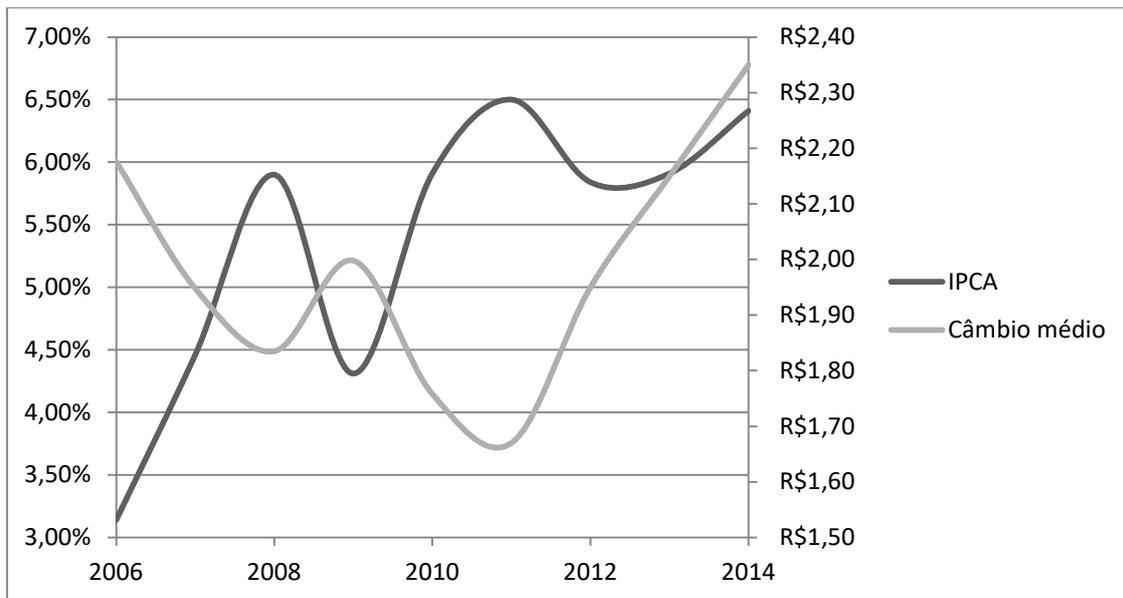
³ As medidas “macroprudenciais” se baseavam em elevações de depósito compulsório e dos requerimentos de capital dos bancos, visando reduzir a velocidade de expansão do crédito no país. Estas medidas também foram acompanhadas de uma elevação do IOF sobre as operações de crédito pessoal, visando aumentar a taxa de crédito ao consumo e desacelerar o crescimento dos financiamentos.

menos flexíveis em relação à política monetária. Períodos em que ocorre uma redução da taxa Selic são sucedidos por períodos nos quais a Selic volta a se elevar. Isto é possível de se visualizar em 2008, após uma queda de dois anos seguidos entre 2006 e 2007, em 2010, após a queda de 2009 e em 2013, após o período de redução da Selic de 2012. Em todos os anos, o IPCA se manteve dentro da meta e a meta de superávit primário se reduziu até o patamar de 3,1%, valor que se manteve até o final do período analisado. Houve um melhor resultado do crescimento econômico, com exceção do ano de 2009, fortemente afetado pela crise mundial. Durante o governo Dilma, o resultado foi mais fraco, com uma tendência de *stop-and-go* e com anos de crescimento muito baixo. As pressões inflacionárias que surgem com mais força nos últimos anos podem ser explicadas pela desvalorização cambial que ocorreu desde 2011, numa tendência de elevação constante nos últimos anos (Tabela 2).

Num primeiro momento, principalmente durante o governo Lula, as medidas mais flexíveis, tanto no meio monetário, quanto nas demais variáveis econômicas, parecem ter surtido efeito, com um melhor desempenho da economia brasileira neste período, com a possibilidade de uma redução da taxa Selic e da taxa real de juros da economia. A partir de um segundo momento, com o início do governo Dilma, os resultados obtidos não foram mais tão significativos quanto no período anterior, mesmo com uma redução ainda maior da taxa Selic e da taxa real de juros neste segundo momento.

O governo Dilma tentou num primeiro momento tomar medidas mais heterodoxas, como um controle mais completo da inflação, com um menor peso na utilização da taxa Selic, a utilização de diferentes ferramentas para o controle da inflação que tem origem fora do âmbito da demanda, com tentativas de incentivo ao consumo e ao investimento, com facilitação de crédito ao consumo e a continuidade de utilização dos bancos públicos para a ativação econômica. Tais medidas não surtiram efeito, devido ao aumento das pressões inflacionárias oriundas da desvalorização cambial que ocorre no período, fazendo com que o estado de ânimo da economia se reduzisse. Campedelli (2014) coloca que o resultado final disto foi uma inflação dentro da meta, mas sempre muito próxima à banda superior. Um controle mais rígido da inflação, pelas vias convencionais, foi quase inevitável neste cenário, devido à pressão dos agentes econômicos, principalmente aos vinculados ao setor financeiro.

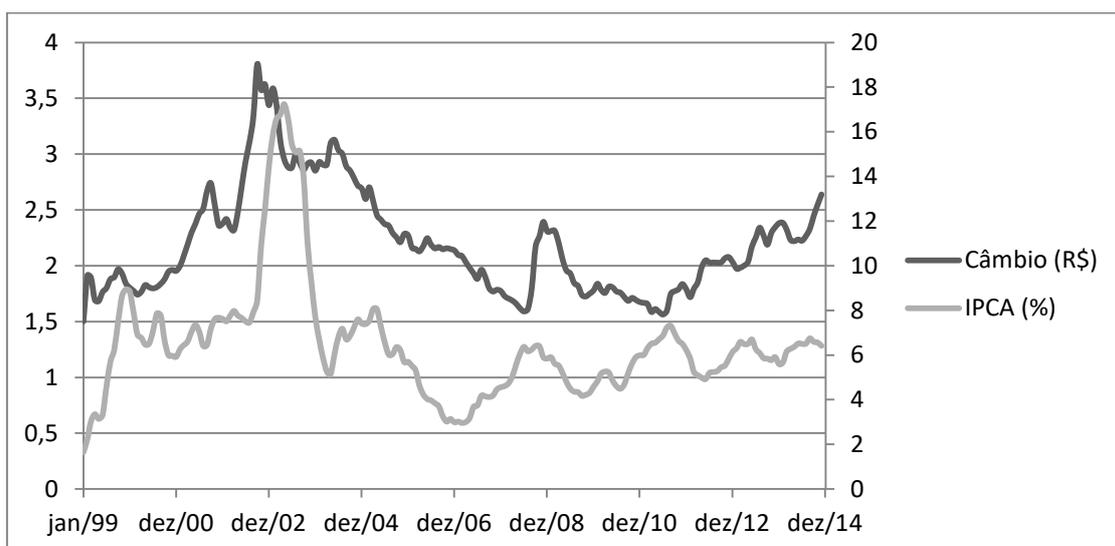
Gráfico 4 – IPCA comparado à taxa média de câmbio: 2006-2014



Fonte: Ipeadata, elaboração do autor.

O efeito do câmbio sobre a inflação no governo Dilma é possível de se ver a partir de 2011. O câmbio começa uma tendência de desvalorização constante que permanece por todo o primeiro mandato da Presidente, com a inflação respondendo a esta desvalorização a partir de 2012. Esta forte desvalorização fez com que as pressões inflacionárias se elevassem, levando o Banco Central a tomar medidas mais ortodoxas a partir de 2013, devido à pressão dos agentes econômicos, principalmente aos ligados ao setor financeiro (Gráfico 3).

Gráfico 5 – IPCA mensal comparado à taxa de câmbio mensal: 1999-2014



Fonte: Ipeadata e Sidra. Elaboração do autor.

Existem evidências da influência do câmbio no controle inflacionário dentro do período do regime de metas de inflação. Toda vez que ocorreu uma valorização ou desvalorização cambial, a inflação inclinou-se a seguir a mesma tendência do câmbio. Até o ano de 2008 foi possível observar uma influência quase imediata entre ambas as variáveis, ou seja, uma valorização cambial reduzia em um curto espaço de tempo o nível inflacionário. Após 2008, a variação cambial continuou pautando o nível inflacionário, mas não com a mesma rapidez de antes, pois levou certo tempo para as variações influenciarem efetivamente o nível inflacionário. Isto mostra a forte atuação que o câmbio possui no controle inflacionário na economia brasileira (Gráfico 5).

Existiam de fato duas fases distintas em relação à política monetária dentro do período de atuação do regime de metas de inflação, uma fase com maior rigidez e maior ortodoxia nas políticas adotadas e uma fase com maior flexibilidade em relação às medidas tomadas pelo Banco Central. Agora iremos analisar se é possível considerar que esta segunda fase foi de fato uma aproximação com uma política monetária mais heterodoxa ou se esta maior flexibilidade somente mostra que a ortodoxia ocorrida no período anterior era excessiva.

4. Análise da condução da política monetária pós-2006

O objetivo desta seção é fazer uma análise mais profunda do segundo período do regime de metas de inflação, entre 2006 e 2014. O principal objetivo desta seção é analisar se esta segunda fase pode ser caracterizada como uma fase de fato mais flexível ou se a política monetária continua sob um forte viés ortodoxo.

A política monetária a partir de 2006 se torna de fato mais flexível, atuando com um nível mais reduzido da Selic. Mas a atuação do Banco Central pouco mudou neste segundo período, continuando com um combate ortodoxo à inflação, sempre atuando de maneira rígida quando concluía que existiam pressões inflacionárias na economia.

Anteriormente a 2006, existiram momentos que sinalizavam uma menor ortodoxia em relação às políticas monetárias. Segundo Barbosa & Souza (2010), em 2004, esta percepção ocorria, já que durante este ano ocorreram sucessivas reduções na taxa Selic, mas que ainda se mantinham num patamar muito elevado. Os melhores resultados no crescimento econômico e no controle inflacionário eram fatores que também sustentavam essa falsa percepção de uma flexibilidade maior na política econômica, principalmente na questão monetária. Mas esta fase de possível flexibilidade se encerra ainda no final de 2004, com a volta de políticas monetárias mais rígidas.

Freitas (2010) demonstra como a decisão do Banco Central foi equivocada na época e revela uma preferência por medidas de combate inflacionário que afetam a

demanda em qualquer cenário de pressão inflacionária. O Banco Central concluiu neste ano que existia um estreitamento no hiato do produto devido a uma elevação da demanda acima da capacidade de oferta da economia brasileira. O Banco Central não colocou em sua análise pressões inflacionárias de origem de oferta, como a elevação dos preços das *commodities* naquele ano, principalmente o petróleo e *commodities* minerais. Tal análise fez com que o Banco Central elevasse a Selic no final de 2004 e acabasse com a ilusão de uma política monetária mais flexível no ano de 2004.

Outro momento em que Freitas (2010) aponta uma postura ortodoxa do Banco Central, agora já no período de maior flexibilidade da política monetária foi em 2008. Durante este ano, a Selic foi elevada diversas vezes até dias antes do estopim da crise mundial e inclusive manteve a taxa Selic em um nível elevado até 2009. O Banco Central alegava que existia um descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta doméstica, que geravam pressões inflacionárias, tornando necessária uma redução do ritmo da demanda neste ano. Até o estopim da crise, o crescimento econômico verificado não mostrava um ritmo acelerado da demanda, já que o crescimento econômico não era significativo.

Mesmo dentro do período de maior flexibilidade econômica, a atuação do Banco Central se mostrava ortodoxa quando enxergava a necessidade de um controle inflacionário mais rígido, sempre se utilizando da taxa Selic de maneira agressiva quando lhe parecia necessário. Isto demonstra que na realidade a política monetária continuou ortodoxa e com baixa flexibilidade, e que a percepção de maior flexibilidade deste segundo período é um reflexo do excesso de ortodoxia ocorrida no período anterior.

A insistência do Banco Central de manter uma política monetária ortodoxa em 2008 contrasta com as políticas adotadas pelas demais economias do mundo. A maior parte dos bancos centrais iniciou neste ano uma política de reativação do crédito e de redução da taxa básica de juros. No Brasil, diversas medidas visando à reativação do crédito, vindas do Ministério da Fazenda e dos bancos públicos, tornavam o cenário bastante contraditório. Enquanto se tentava reativar o crédito no sistema privado via reduções do compulsório e também fazendo com que o setor público oferecesse uma oferta maior de crédito na economia, o Banco Central adotava medidas de restrição ao crédito, tentando evitar uma expansão monetária. No fundo, uma medida acabava prejudicando a outra. Apenas em 2009, quando o Banco Central admite o final das possíveis pressões inflacionárias, medidas mais heterodoxas, como a redução da Selic, foram adotadas pelo Banco Central de maneira anticíclica.

Em 2010, o Banco Central volta a tomar medidas mais ortodoxas de controle inflacionário. Segundo Barbosa (2013), isto ocorreu devido ao efeito positivo que as

medidas anticíclicas de 2009 tiveram no crescimento econômico de 2010. O Banco Central volta a temer possíveis pressões inflacionárias e começa uma série de elevações consecutivas da Selic neste ano. O Banco Central admitiu que a redução da Selic em 2009 foi um estímulo adicional para amenizar os efeitos da crise e, com o cenário favorável de 2010, o nível reduzido da Selic não seria mais necessário.

Neste caso de 2009/2010 é possível observar que um nível mais reduzido da taxa Selic era considerado temporário e apenas uma medida de estímulo de emergência para o Banco Central, não uma mudança na política monetária adotada. Passados os efeitos primários da crise, o Banco Central volta a elevar a Selic para o padrão que este considera normal para a economia brasileira. Mais uma vez a ortodoxia do Banco Central é revelada, já que ele sempre prefere atuar de maneira rígida e ortodoxa, utilizando medidas mais brandas de combate inflacionário apenas em casos de exceção.

Em 2011, se inicia o período em que a política monetária mais se aproxima de uma política heterodoxa de fato, quando a partir de setembro de 2011 se inicia uma série de reduções da taxa Selic, que chega ao seu patamar mais reduzido na história recente, em 7,25% em meados de 2012. Junto com a redução da taxa Selic, mecanismos alternativos de controle inflacionário, como medidas "macroprudenciais", foram utilizados no combate inflacionário. Foi estimulada também neste período a redução da taxa de juros cobrada pelo setor privado, com auxílio dos bancos públicos, como melhor explicado na seção anterior.

Esta aproximação da política monetária a uma postura mais heterodoxa foi alvo de diversas críticas pelos agentes econômicos e por economistas com viés mais ortodoxos. Na matéria especial feita pelo Estado de São Paulo, por Landim (2013), diversos economistas, tanto heterodoxos quanto ortodoxos foram questionados em relação à política monetária adotada pelo governo Dilma. Affonso Celso Pastore apontava para uma redução excessiva da taxa Selic, permitindo pressões inflacionárias. Gustavo Franco, ex-presidente do Banco Central, também criticava a nova política monetária do governo, achando que deveria ser vista com mais cautela a questão inflacionária. Entretanto, os economistas afirmavam que o nível inflacionário estava bem abaixo do que esperavam, devido à postura adotada pelo Banco Central.

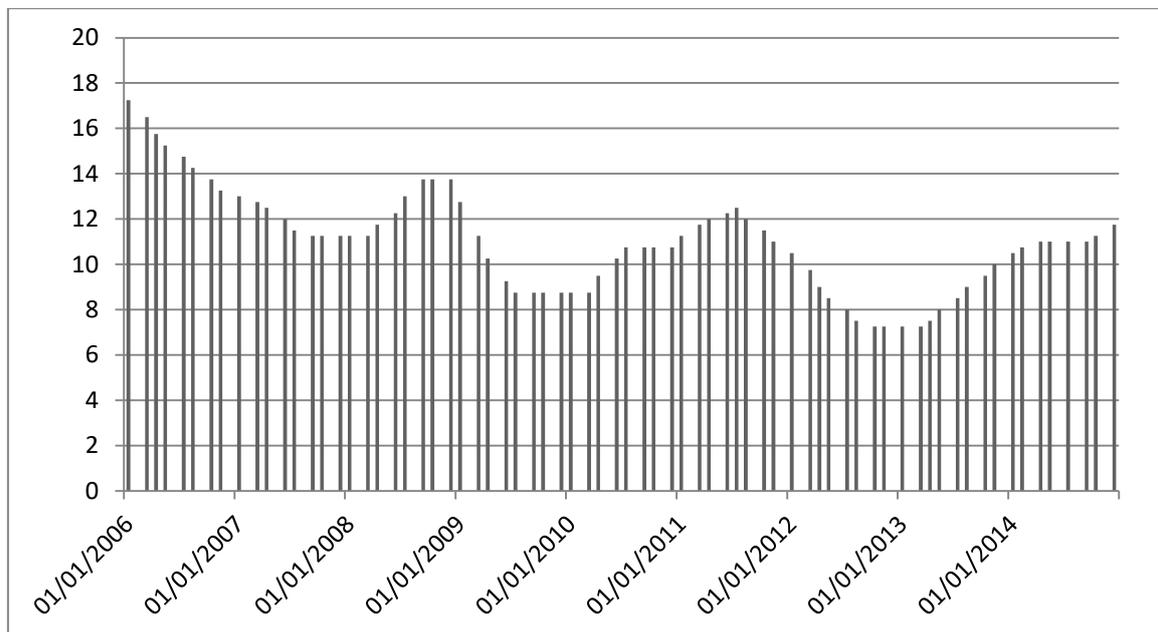
Outra medida adotada também durante o governo Dilma foi um controle mais rígido dos preços administrados, fazendo com que estes pouco se elevassem durante os anos do governo, e impactando muito pouco o cálculo final do IPCA no período. Segundo relatório do Banco Central do Brasil (2013), a variação dos preços livres da economia foi de 7,31%, enquanto a variação dos preços administrados foi de apenas 0,95% para o ano de 2013, mostrando um elevado controle nos preços administrados.

O relatório aponta que os preços administrados foram deliberadamente contidos como política de controle inflacionário, mostrando um número maior de ferramentas de controle inflacionário do que o usualmente utilizado, que consiste basicamente na regulação da Selic.

As medidas de foco mais heterodoxo em relação à política monetária duraram até o final de 2013. Já em 2013 ocorre uma volta da elevação da Selic, em um ciclo que se inicia neste ano e até o final do primeiro mandato de Dilma persiste. A taxa Selic sai de 7,25% em 2013 e finaliza o ano de 2014 em 11,75% ao final de 2014. A utilização das medidas "macroprudenciais" também foi sendo reduzida a partir de 2013, quase não sendo mais utilizada no final do mandato de Dilma. O único ponto que persistiu até o final do mandato com caráter mais heterodoxo foi o controle mais rígido dos preços administrados.

A fase de maior heterodoxia da política monetária da história recente já foi interrompida, com a volta de políticas mais rígidas e de caráter convencional, com controle inflacionário via redução de demanda e com a utilização da Selic como sua ferramenta principal.

Gráfico 6 – Definição da taxa Selic - meta a cada reunião do Copom: 2006-2014



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração do autor.

É possível se observar três períodos de maior flexibilidade da política monetária, quando a tendência da taxa Selic era de baixa, seguidos por outros três períodos de maior ortodoxia monetária no período em questão. Entre os anos de 2006 e 2007, é possível observar uma redução significativa da taxa Selic, mas o período foi interrompido em 2008 e a tendência de alta persiste até meados de 2009. A partir de

2009, surge mais um novo período de maior flexibilidade, com uma redução da Selic que dura até metade de 2010, quando volta a ocorrer uma fase de elevação da taxa Selic que dura até 2011. Neste ano surge o último momento em que se pode ver uma tentativa de maior heterodoxia monetária, período em que a taxa Selic chega ao seu patamar mais reduzido na história recente, até 7,25%. Mas este período é interrompido em 2013, quando volta a ocorrer uma elevação da Selic, e o período analisado se finaliza em um período com tendência de continuidade da elevação da taxa Selic (Gráfico 6).

Mesmo sendo um período de menor rigidez e menos ortodoxo nas políticas monetárias, os poucos momentos em que se pode observar uma redução da ortodoxia na economia foi sucedido por um momento posterior com a volta da rigidez monetária, sempre se elevando consideravelmente a Selic. A média da Selic no período é de 11%, valor considerado elevado, e terminou o período analisado em um valor acima desta média, em 11,75%. Mesmo se compararmos à taxa de juros real da economia, esta se manteve acima de 4% em todo o período, com exceção do período entre 2012 e 2013, período já descrito como o período mais próximo da heterodoxia na história recente. A menor rigidez em comparação ao período anterior é evidente, mas não é suficiente para caracterizar este segundo período como um período heterodoxo ou até mesmo em um período em que a ortodoxia monetária foi abandonada.

5. Conclusão

Com a crise cambial ocorrida em 1998, a utilização da âncora cambial ficou insustentável, fazendo com que o governo necessitasse de outro método de controle inflacionário. O regime de metas de inflação foi o método escolhido como substituto. Existia certa preocupação em relação à utilização deste novo método, já que muitos não acreditavam que era possível manter o controle inflacionário sem a utilização do câmbio na estabilização monetária.

O regime de metas de inflação começa a ser adotado em julho de 1999 e eram esperados dois efeitos positivos em relação ao método de estabilização anterior, uma redução da volatilidade externa da economia e uma redução do nível da Selic para patamares mais próximos da realidade internacional. O primeiro efeito foi observado, mas a redução significativa da Selic não ocorreu. O nível da Selic foi mais reduzido do que no período anterior, mas com uma redução muito menos significativa do que era esperado, tanto que até nos dias atuais a Selic se encontra em um patamar elevado, comparado às demais economias mundiais.

Durante um primeiro momento, no período entre 1999 e 2005, a condução da política monetária foi muito rígida e com forte viés ortodoxo. Durante o segundo

governo FHC e boa parte do primeiro governo Lula, a política monetária foi conduzida sempre com elevadas taxas Selic, e com uma atuação agressiva do Banco Central sempre que existia a percepção de pressões inflacionárias. A Selic era elevada constantemente quando existia tal percepção, o que manteve o patamar desta taxa em um nível exageradamente elevada nesta primeira fase do regime de metas de inflação.

Isto ocorria devido à prioridade no controle inflacionário que ocorria dentro do governo FHC e que se manteve no governo Lula. A política monetária, que se baseava no regime de metas de inflação, era o alicerce da política econômica do governo, sendo que as demais políticas, como fiscal e cambial, eram subordinadas aos objetivos monetários estipulados. Durante o início do governo Lula, o peso dado ao controle inflacionário foi aumentado, atuando de maneira ainda mais ortodoxa que no período anterior, o que caracterizou em uma menor flexibilidade desta política até 2005.

A partir de 2006, com uma grande redução da taxa Selic no ano, se inicia uma fase mais flexível do regime de metas de inflação, com um nível da Selic mais reduzido do que no período anterior, mas ainda num nível muito elevado comparado aos padrões internacionais. Os bons resultados econômicos de 2004 e 2005 permitiram que a política monetária fosse realizada de maneira mais flexível, permitindo, inclusive, que o ritmo da economia brasileira se mantivesse durante os próximos anos.

Mesmo com a Selic em um nível mais reduzido neste segundo período, a atuação da política monetária não foi constantemente flexível por todo o período, é possível observar diversas vezes que a política monetária volta a ser mais rígida, com elevações da taxa Selic. A flexibilidade que se apresentou em 2006-2007, 2009 e 2011-2013 foi interrompida por fases de maior ortodoxia nos anos posteriores, em 2008, 2010 e 2014. Esta inconsistência da política monetária levanta dúvidas em relação à real tendência de uma política mais flexível e mais próxima da heterodoxia a partir de 2006.

É inegável que o segundo período da análise é menos ortodoxo, mas mesmo com uma redução do nível da Selic, este segundo período não deixa de manter sua característica ortodoxa. A conclusão que se chega é que o período entre 1999 e 2005 é demasiadamente ortodoxo, sendo que o período após-2006 é mais flexível, mas ainda com caráter ortodoxo.

Por diversas vezes é possível se observar uma postura ortodoxa do Banco Central em relação à condução da política monetária, e em todas estas vezes, de maneira equivocada. Em 2008, o Banco Central faz um diagnóstico de pressões inflacionárias oriundas do aumento de demanda ocorrida nos anos anteriores, o que faz com que este eleve a taxa Selic para patamares elevados. Mesmo com o início da

crise econômica em 2008, quando a maior parte dos governos atuava de maneira mais heterodoxa, tentando amenizar a crise, o Banco Central manteve num primeiro momento sua postura ortodoxa característica.

O único momento em que pode ser observada uma tentativa verdadeira de mudança de postura em relação à política monetária foi entre 2011 e 2013. Neste período, a taxa Selic chega a um patamar mais próximo da realidade internacional, diversas outras fontes de inflação foram consideradas e outras ferramentas além da taxa Selic foram utilizadas no controle inflacionário. Em todos os outros períodos a atitude do Banco Central foi ortodoxa sempre que este achava necessário, atuando apenas manipulando a taxa Selic e sempre de maneira agressiva nestes momentos.

A atuação da política monetária no atual momento e em todo o período do regime de metas de inflação é ortodoxa. O período entre 1999 e 2005 foi excessivamente ortodoxo, enquanto o segundo período, a partir de 2006, foi mais brando, mas ainda continuou ortodoxo. Existe uma maior flexibilidade da política monetária a partir de 2006, mas a condução da política monetária em todo o período do regime de metas de inflação pode ser considerada ortodoxa.

Referências

AMITRANO, C.R. O modelo de crescimento da economia brasileira no período recente: condicionantes, características e limites. **Política Econômica em Foco**, Campinas, nº 7, p. 206-249, Nov 2005/Abr 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Vários números. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Expectativas de Mercado, com informações até março de 2014. **Série Perguntas Mais Frequentes**. Brasília. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2013-Expectativas%20de%20Mercado.pdf>>.

BARBOSA, N.; SOUZA, J.A.P. A inflexão do governo Lula: Política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E. et al. **Brasil: Entre o passado e o futuro**. São Paulo: Boitempo, 2010, p. 57-110.

BARBOSA, N. Dez anos de política econômica. In SADER, E et al. **10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma**. São Paulo: Boitempo, 2013, p. 69-102.

CAMPEDELLI, A.L. **O Regime de Metas de Inflação no Brasil: o debate entre ortodoxos e heterodoxos**. São Paulo, 2014, 166 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

CINTRA, M.A.M. Suave Fracasso – A política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. **Revista Novos Estudos**, São Paulo, v. 73, p. 39-55, Nov/2005.

FILGUEIRAS, L. et al. Modelo liberal-periférico e bloco de poder: Política e dinâmica macroeconômica nos governos Lula. In: **Os anos Lula: contribuição para um balanço crítico 2003-2010**. Rio de Janeiro: Garamond, 2010, p. 35-69.

FREITAS, M.C.P. Banco Central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação. In: MARCOLINO, L.C., CARNEIRO, R. **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. São Paulo: Atitude, 2010, p. 177-207.

IPEADATA. Vários números. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>

LANDIM, R. Estadão. **Os entraves da economia**. Disponível em <<http://topicos.estadao.com.br/juros-economistas>>. Acesso em: 09 Jan. 2014.

MODENESI, A.M. **Regimes Monetários, Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005

OLIVEIRA, G. TUROLLA, F. Política econômica do segundo governo FHC: mudanças em condições adversas. **Revista Tempo Social – USP**, São Paulo, v. 15, nº 2, p. 195-217, Nov/2003.

SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, nº 1, p. 63-72, Jan/Mar 2010.

SIDRA (SISTEMA IBGE DE RECUPERAÇÃO AUTOMÁTICA). Vários números. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br>>

SILVA, M.L.F. Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, nº 3, p. 3-24, Jul/Set 2002.