



Economia e Sociedade

ISSN: 0104-0618

ISSN: 1982-3533

Instituto de Economia da Universidade Estadual de  
Campinas

Martins, Norberto Montani  
Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016):  
um ensaio de ruptura e a restauração do conservadorismo  
Economia e Sociedade, vol. 31, núm. 1, 2022, Janeiro-Abril, pp. 43-63  
Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas

DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2022v31n1art02>

Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=395274073002>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em [redalyc.org](http://redalyc.org)



Sistema de Informação Científica Redalyc  
Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal  
Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa  
acesso aberto

## Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016): um ensaio de ruptura e a restauração do conservadorismo \*

Norberto Montani Martins \*\*

### Resumo

A gestão da política monetária brasileira é marcada pelo conservadorismo desde a década de 1990. No primeiro governo de Dilma Rousseff, o Banco Central reduziu a taxa de juros a seu então piso histórico, parecendo romper com este padrão. Entretanto, de 2013 em diante, as diretrizes de política foram revistas, com a restauração de um conservadorismo ainda mais agudo. Este artigo descreve o comportamento da política monetária no Brasil entre 2011 e 2016, apresentando seus condicionantes ao longo do tempo. Analisa-se de que forma o arcabouço de metas para inflação respondeu às pressões sob a ótica da economia política e como a convenção em prol de elevadas taxas de juros se reafirmou após 2013. Argumenta-se que o comportamento rentista de empresas não-financeiras e a inação do governo em modificar a institucionalidade do referido regime sustentaram este comportamento da política monetária brasileira.

**Palavras-chave:** Política monetária, Regime de metas para inflação, Expectativas de inflação, Banco Central do Brasil, Governo Dilma (2011-2016).

### Abstract

#### *Monetary policy in Brazil during Dilma's government (2011-2016): an essay on the rupture and restoration of conservatism*

The management of monetary policy in Brazil has been marked by conservatism since the 1990s. In Dilma Rousseff's first term, the Central Bank of Brazil reduced the interest rate to its (then) historical floor, appearing to break this pattern. However, from 2013 onward, policy guidelines were revised, with the restoration of an even more aggressive conservatism. This paper describes the behavior of monetary policy in Brazil between 2011 and 2016, presenting the factors that conditioned how it was managed over time. It analyzes how the inflation targeting framework responded to pressures from the perspective of political economy and how the convention in favor of high interest rates reasserted itself after 2013. It is argued the rent-seeking behavior of non-financial corporations and the government's inaction to modify the institutional features of the monetary policy regime underpinned the behavior of Brazilian monetary policy.

**Keywords:** Monetary Policy, Inflation Targeting, Inflation Expectations, Central Bank of Brazil, Dilma's Government (2011-2016).

**JEL** E43, E52, E58.

### Introdução

A política monetária é elemento central na dinâmica econômica capitalista. Em diversos países do mundo, ela consiste essencialmente na manipulação da taxa básica de juros<sup>1</sup>. Através de mudanças nestas taxas de juros<sup>2</sup>, as autoridades monetárias são capazes de influenciar a

\* Artigo recebido em 19 de março de 2020 e aprovado em 22 de outubro de 2021.

\*\* Professor adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE-UFRJ), Rio de Janeiro, RJ, Brasil.  
E-mail: [norberto.martins@ie.ufrj.br](mailto:norberto.martins@ie.ufrj.br). ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9101-3135>.

(1) É notável a utilização de uma ampla gama de políticas no pós-crise pelos bancos centrais de países centrais, como o Federal Reserve e o Banco Central Europeu (Tooze, 2018). Essas experiências, contudo, não invalidam o fato de que a manipulação das taxas de juros é o expediente corriqueiro da política monetária em diversos países do mundo – inclusive nas jurisdições mencionadas.

(2) Em geral, a taxa básica de juros é aquela que remunera a troca de títulos públicos por dinheiro (depósitos), e vice-versa, no período de um dia para o outro (*overnight*). Estas operações envolvem tanto instituições financeiras trocando recursos entre si, como as operações entre estas e o banco central.

disponibilidade de recursos no sistema financeiro – isto é, influenciar as condições de liquidez do sistema –, o preço dos ativos e o comportamento de outras variáveis macroeconômicas fundamentais, como a taxa de câmbio ou a taxa de inflação. Neste último caso, há que se destacar, está em jogo a distribuição da riqueza na economia.

Com o aprofundamento do processo de financeirização das economias (Braga et al., 2017), a política monetária ganhou ainda mais importância, devido a duas razões: Primeiro, porque a política fiscal foi relegada aos bastidores, vigorando um constante clamor por políticas de austeridade. Segundo, pois com a aquisição de maior relevância do sistema financeiro e da acumulação financeira, o comportamento do preço dos ativos financeiros passou a governar ainda mais os interesses econômicos.

É a taxa básica de juros, operada pelo banco central, que “regula” a rentabilidade dos ativos financeiros e produtivos da economia. Ela estabelece o piso de remuneração do capital – em especial, do capital rentista – e, assim, orienta os fluxos de recursos entre as chamadas circulações financeira, na qual predomina a reciclagem do valor da riqueza, e industrial, na qual predomina o investimento produtivo e a geração de emprego.

Neste contexto, para analisarmos de forma apropriada o comportamento das economias modernas, é fundamental que sejamos capazes de compreender como se comporta a política monetária. No caso do Brasil, em particular, este ponto ganha ainda mais peso, pois, desde a década de 1990, o país ocupou constantemente o topo do *ranking* de taxas de juros – reais e nominais – no mundo, descolando amplamente de outros países em desenvolvimento. Essa característica é muitas vezes associada a uma gestão monetária significativamente rígida, ou conservadora, pelas vozes mais críticas ao regime monetário brasileiro (Modenesi; Modenesi, 2012).

No final dos anos 1990, uma importante mudança institucional ocorreu: a adoção, por decreto presidencial, do regime de metas para inflação como fio condutor da política monetária. Esta mudança não ocorreu de forma isolada, tendo envolvido o alinhamento de todo o arcabouço de política econômica aos postulados do chamado Novo Consenso Macroeconômico<sup>3</sup>. O governo brasileiro passou a adotar metas para o superávit primário e promoveu uma profunda liberalização da conta de capitais, ao passo que o Banco Central do Brasil (BCB) passou a deixar o câmbio flutuar. Constituiu-se, portanto, uma **tétrade** – e não um tripé, como comumente referido –, na qual a taxa de juros assumiu papel central, de “timoneira” do desempenho econômico brasileiro.

Como mostram Araújo, Araújo e Ferrari Filho (2016), os principais resultados macroeconômicos deste arcabouço foram taxas de inflação elevadas e taxas de crescimento baixas e instáveis para padrões internacionais. Isso, a despeito das altíssimas taxas de juros, nos seus diversos critérios de comparação internacional, praticadas pelo BCB. Se o resultado macroeconômico não foi o desejado, não se pode dizer o mesmo do ponto de vista da economia política: as elevadas taxas beneficiaram diretamente o segmento da economia mais dependente delas, o setor financeiro, bem como a restrita parcela rentista da população.

---

(3) Refere-se à convergência entre pesquisadores do *mainstream* da macroeconomia acerca de um núcleo teórico e de um modelo macroeconômico básico que postula, dentre outras coisas, que a inflação é no longo prazo um fenômeno monetário, existe uma taxa natural de desemprego e as expectativas seguem a hipótese de expectativas racionais (Arestis; Sawyer, 2002; Mishkin, 2011).

Em meio a este contexto, o primeiro governo da presidenta Dilma Rousseff (2011-2014) constituiu um marco para a política monetária brasileira. Nele houve um “ensaio de ruptura” quanto ao conservadorismo histórico. O BCB conferiu maior flexibilidade à condução da política monetária e, como reflexo disso, a taxa básica de juros atingiu, entre outubro de 2012 e março de 2013, o patamar então mais baixo da história econômica do país (7,25% ao ano)<sup>4</sup>. Durante um determinado período, o país figurou entre as economias com taxas reais de juros consideradas “normais” (na casa de 2% a.a.).

Este “ensaio” gerou as mais diversas reações dos economistas brasileiros. Alguns advogaram que o regime de metas de inflação, a sistemática que o BCB segue desde 1999 para operar a política monetária, havia sido abandonado. O BCB havia se tornado “leniente” com a inflação. Outros viram, finalmente, uma tentativa deliberada do governo em romper com a acumulação rentista e favorecer a acumulação produtiva no país. Ainda, houve quem tratasse a questão com mais cautela, enxergando uma leve flexibilização.

Entretanto, o experimento, por assim dizer, durou pouco. Em 2013, o BCB iniciou um novo período de sucessivas elevações na taxa de juros e o quadro anterior, de conservadorismo, foi reestabelecido. Por trás deste resultado existe um complexo cenário no qual figuram pressões dos mais diferentes grupos de interesse, a própria visão do BCB em relação ao arcabouço de política monetária que opera e variáveis exógenas, referentes tanto à economia mundial quanto às particularidades da economia brasileira.

Este artigo busca analisar o comportamento da política monetária no Brasil nos governos de Dilma Rousseff, entre 2011 e 2016, apresentando os diferentes condicionantes desta política ao longo do tempo e suas nuances. Especificamente, busca-se analisar de que forma o arcabouço de metas para inflação respondeu às diferentes pressões sob a ótica da economia política e como o arranjo em prol do conservadorismo da política monetária se reafirmou após 2013.

### **Continuidade e rigidez: da adoção do regime de metas de inflação aos primeiros meses de Tombini**

Após dois governos do presidente Lula, a eleição de Dilma Rousseff foi pautada pela continuidade das políticas de governo do Partido dos Trabalhadores (PT). Se, por um lado, as diretrizes petistas se mantiveram, por outro, houve mudanças relevantes na equipe ministerial, em particular, a troca do presidente do Banco Central do Brasil (BCB) logo no início do mandato, em 2011. Saiu Henrique Meirelles, mais longo presidente da instituição no cargo, desde o início do governo Lula em 2003, e entrou Alexandre Tombini, funcionário de carreira da instituição.

O longo mandato de Meirelles pode ser caracterizado pela rigidez na condução da política monetária, quando operou um estrito regime de metas para a inflação. Este, em seu turno, foi introduzido no Brasil em 1999, no contexto da crise cambial de 1998 e da renegociação da dívida externa brasileira com o Fundo Monetário Internacional (FMI), substituindo o regime de câmbio administrado até então vigente. O regime de metas de inflação foi introduzido pelo Decreto presidencial n. 3.088, de 21 de junho de 1999.

---

(4) Esse piso histórico foi rompido em 2020, na 232ª reunião do Comitê de Política Monetária do BCB. A taxa Selic foi reduzida para 2,00% a.a., nível que perdurou entre agosto de 2020 e março de 2021.

Basicamente, o regime opera da seguinte forma: estabelece-se uma meta de inflação que deve ser perseguida a partir das variáveis de controle da autoridade monetária, no caso, a taxa básica de juros. Há diferentes canais de transmissão e defasagens entre a influência dos juros na inflação e é nesta sintonia fina que, teoricamente, operaria o banco central. O arcabouço teórico por trás do regime propõe que quando a economia se acelera gera pressão sobre os preços; para arrefecer esta pressão, a autoridade deveria elevar a taxa de juros, cujo efeito esperado é de desaceleração da economia. Na prática, contudo, a economia opera de forma significativamente diferente (Serrano, 2010).

No Brasil, é o Conselho Monetário Nacional (CMN) que define a meta para a taxa de inflação. Ele é formado pelo Presidente do BCB, o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento. Ao BCB cabe a implementação da política monetária, com a definição das variáveis operacionais e instrumentos a serem utilizados. Nesse âmbito, a autoridade monetária brasileira possui plena autonomia. A principal variável operada pelo BCB é a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), que diz respeito às operações com títulos públicos federais. Periodicamente, o Comitê de Política Monetária (Copom) da autarquia se reúne para definir, dentre outras coisas, o rumo da taxa Selic.

Não foi Meirelles que introduziu o regime de metas no país, mas foi sob sua condução que o arcabouço passou a operar a pleno vapor, com a entrega dos resultados dentro das faixas estabelecidas pelo CMN. Tampouco Meirelles foi o responsável por “inventar” a rigidez na política monetária brasileira. Ela já se configurava desta forma desde, pelo menos, a consolidação do Plano Real, em 1994-95, como um dos pilares de sustentação da âncora cambial e, assim, de arrefecimento da inflação após a introdução da nova moeda. Sua contrapartida foi a adoção de elevadas taxas de juros, como forma de atrair capitais e garantir a manutenção do nível da taxa de câmbio almejado pelo BCB.

O que caracterizou a gestão de Meirelles à frente do BCB foi não romper com o padrão conservador da política monetária, quando o contexto econômico indicava que seria possível fazê-lo. Modenesi e Modenesi (2012, p. 389-390) aponta que:

Após a implementação do [Plano Real] PR e adotado o regime de metas de inflação (RMI), em 1999, a expectativa era de que, na medida em que se fosse consolidando a estabilização dos preços, a Selic passasse a ser significativamente reduzida, convergindo para níveis prevalentes nas economias com preços estáveis. Não foi o que aconteceu.

De 1999 até meados da década de 2000, o Brasil registrou taxas de inflação mais moderadas, ainda que este não tenha sido um resultado exclusivo dos países que adotaram o regime de metas de inflação, mas dos países emergentes em geral (Arestis; Paula; Ferrari-Filho, 2009). Durante os governos Lula, portanto, na presidência de Meirelles, houve uma queda nos valores da taxa Selic que não deve ser desprezada, entretanto o BCB manteve uma política de elevadas taxas de juros, reais e nominais, em comparação às demais economias em desenvolvimento: “a taxa de juros real do país foi mais do que o dobro da média da América Latina (AL), entre 1995 e 2008. No período, a taxa de juros real no Brasil foi sistematicamente superior à média dos emergentes” (Modenesi; Modenesi, 2012, p. 391).

A discussão em torno do nível da taxa de juros e sua ligação com o conservadorismo da gestão monetária no Brasil não deve, necessariamente, ofuscar que algumas características institucionais do regime de metas adotado no país podem ser associadas a uma maior rigidez deste regime, como a

adoção de uma meta cheia de inflação, que inclui preços administrados e não exclui pressões inflacionárias (ou deflacionárias) sazonais (isto é, não são adotadas medidas de núcleo), e a escolha de um horizonte significativamente curto, de um ano, para a avaliação das metas – o menor de todos os países que adotam o regime (Hammond, 2012, p. 9).

Curado e Oreiro (2005) ressaltam outras características que tornam o regime brasileiro particularmente rígido e sugerem, além de adotar núcleos de inflação como referência, ampliar a composição do Conselho Monetário Nacional e modificar a forma de apuração das expectativas inflacionárias, dando maior peso a agentes econômicos com efetivo poder de fixação de preço. Já Paula e Saraiva (2015) apontavam que seria necessário repensar não somente o horizonte das metas, mas também o próprio mandato da autoridade monetária.

Porém, como mostram Seabra e Dequech (2013), a arbitrariedade da operacionalização do regime de metas no Brasil é somente um elemento de um conjunto mais amplo que justifica a existência de uma convenção em prol da prática de elevadas taxas de juros pelo BCB. A arbitrariedade desta convenção revela que a decisão sobre a taxa de juros pode estar sendo influenciada por interesses específicos e como os autores argumentam:

Mesmo dentro das regras atuais do regime de metas de inflação no Brasil, o patamar escolhido pelo Banco Central para a taxa básica de juros não é sempre visto por todos como inevitável. Mesmo economistas que defendem o regime e participaram de sua gestão na presidência de Armínio Fraga chegaram a criticar o que enxergaram como o excesso de conservadorismo do Copom em momentos posteriores (Seabra; Dequech, 2013, p. 615).

Para além dessas características, a determinação da taxa de juros no país parece responder à necessidade de incorporar os padrões de pensamento e comportamento do mercado financeiro sobre as ações do BCB, conferindo aspectos de autorrealização das expectativas, legitimidade e *groupthink* que caracterizam uma convenção (Seabra; Dequech, 2013). A convenção em prol do conservadorismo da política monetária brasileira, portanto, se confunde com uma convenção em prol da prática de elevadas taxas de juros pelo BCB.

Uma caricatura desse conservadorismo na gestão da política monetária foi o fato de o BCB de Meirelles ter elevado a taxa Selic (para 13,75% a.a.) na semana anterior à quebra do banco americano Lehman Brothers em setembro de 2008, quando a crise financeira global foi inaugurada, e só tê-la reduzido no final de janeiro de 2009 (para 12,75% a.a.). Em comparação, o Banco Central americano, Federal Reserve, cortou sua taxa básica de juros duas vezes seguidas em outubro (para 1,50% e 1,00%, respectivamente) e instituiu a política de juros zero (0-0,25%) em dezembro de 2008.

A sinalização com a substituição de Meirelles na presidência do BCB não era, portanto, um fato a ser desprezado. Indicava que o nome de Tombini, ainda que avalizado por seu imediato antecessor, poderia significar mudanças estruturais na gestão da política monetária. O trecho a seguir sintetiza as opiniões controversas explicitadas na imprensa:

Para o mercado financeiro, Alexandre Tombini sinaliza a continuidade da política monetária desenvolvida por seu antecessor, Henrique Meirelles. Ao mesmo tempo em que é visto como menos severo quando o assunto é o juro básico e, portanto, mais alinhado ao pensamento do ministro da Fazenda, Guido Mantega (IstoÉ Dinheiro, 2010).

A primeira reunião do Copom sob o mandato de Tombini, em janeiro de 2011, parece ter corroborado a expectativa de continuidade de parte do mercado financeiro: com a elevação da taxa básica em 0,50 ponto percentual o novo presidente e a nova diretoria do BCB sinalizavam uma continuidade com a política anterior. Enquanto as taxas de juros americana e europeia se mantinham próximas de zero, no Brasil passou a vigorar uma taxa Selic de 11,25% a.a.

A continuidade na elevação dos juros nas reuniões de março, abril, junho e julho apenas reforçava o ponto: teríamos continuado com uma das gestões monetárias mais rígidas no mundo. Trocou-se apenas o nome do timoneiro.

### **Elementos para uma ruptura: o corte que o “mercado” não engoliu (2011-2012)**

“Decisão do Copom choca mesa de economistas”, noticiava o jornal Valor Econômico, em 31 de agosto de 2011. A chamada se referia à decisão há pouco tomada pelo Copom de reduzir em 0,5 pontos percentuais a taxa Selic. Ela ocorreu na contramão das expectativas de economistas do mercado financeiro e foi a primeira vez na história do regime de metas que havia um corte nos juros num momento em que tanto a inflação corrente quanto as expectativas de inflação futura mostravam sinais de aceleração.

A matéria veiculada no mesmo jornal no dia seguinte sintetiza em seu título a mudança radical – e automática – na avaliação da política monetária em relação aos primeiros seis meses da gestão de Tombini: “Corte de juros levanta dúvidas sobre regime de metas de inflação”. Segundo a reportagem: “Para a maioria dos economistas ouvidos, a decisão do Copom pode ter tido um *viés político* e sinaliza *pouco comprometimento* da autoridade monetária com o cumprimento da meta de inflação” (Martins; De Lorenzo, 2011; grifos meus).

Em análise na mesma linha, Bittencourt (2011; grifos meus) destaca: “O Banco Central jogou pesado *contra a própria credibilidade* ao cortar o juro em 0,50 ponto percentual, para 12% ao ano, numa *decisão inesperada* pela intensidade e pelo momento”. Segundo Tony Volpon analista de mercado e estrategista de uma instituição global, a Nomura Securities, o BCB teria jogado a meta de inflação “para o espaço”, ficando claro que havia cedido à pressão política (Pinto, 2011).

A virulenta reação da imprensa e de interlocutores do mercado financeiro não foi à toa. Transcorridos os primeiros seis meses da gestão Tombini sem maiores surpresas, ou seja, com as decisões do BCB seguindo à risca as expectativas de mercado, o Copom “inovou” em sua decisão, dirimindo a aparente continuidade e concretizando uma mudança no gerenciamento monetário – rompendo com a “tradição” de autorrealização das expectativas de mercado. Além disso, vale lembrar, as apostas erradas geraram perdas para as instituições.

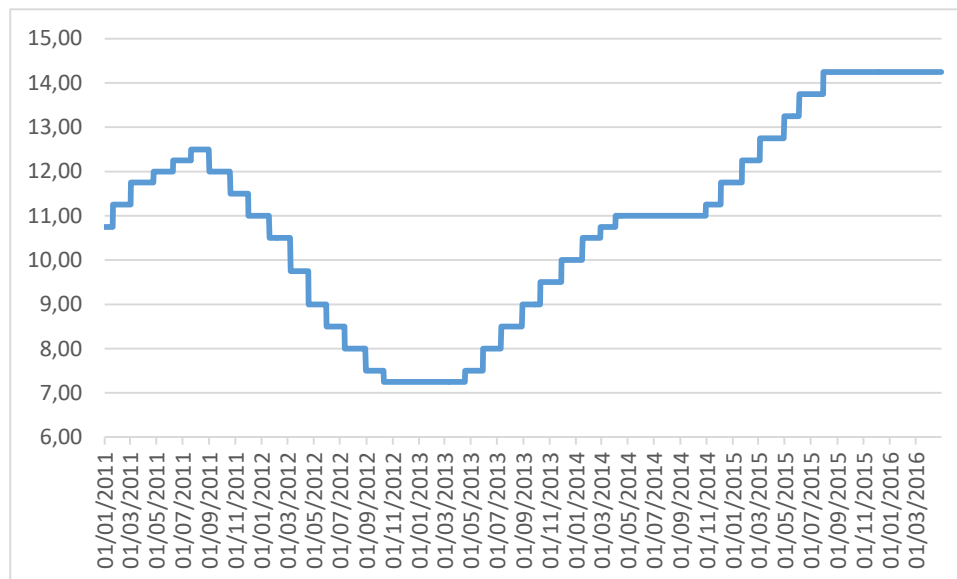
A decisão de agosto foi repetida em seguidas reuniões do Copom ao longo de 2011 e 2012, até que a taxa básica de juros atingiu seu menor patamar da série histórica contemporânea, 7,25% a.a. em outubro de 2012 – valor este que perdurou até 17 de abril de 2013. O Gráfico 1 apresenta a evolução da meta para a taxa Selic divulgada pelo Copom nos mandatos de Dilma.

Muito se discutiu sobre as reais motivações das decisões do BCB. Para uma parte, como os primeiros parágrafos desta seção ilustram, a decisão teve caráter essencialmente político, a partir da pressão do planalto por novas condições macroeconômicas que pavimentassem uma trajetória mais

propícia ao crescimento econômico. A reorientação da política monetária seria parte de um conjunto mais amplo de medidas, no qual se destaca a política de desonerações tributárias e a maior restrição ao gasto público e a busca por uma taxa de câmbio mais desvalorizada – o que muitos chamaram de “nova matriz macroeconômica”, mas a que prefiro me referir, em linha com o proposto pela economista Laura Carvalho, como “agenda Fiesp” (Drummond, 2015).

Singer (2015, p. 51) destaca que “se do ângulo programático há continuidade entre Lula e Dilma, do ponto de vista político ocorre mudança relevante”. Segundo o autor, esta mudança diz respeito à opção por confrontar a chamada coalizão “rentista”, que unifica a classe média tradicional e o capital financeiro, e aderir a uma agenda particular da coalizão “produtivista”, composta por empresários industriais associados à fração organizada da classe trabalhadora. Lula teria optado por arbitrar ganhos para as duas coalizões, ora favorecendo uma, ora outra. Dilma teria favorecido exclusivamente a coalizão produtivista, cuja “meta primordial seria acelerar o ritmo de crescimento por meio de uma intervenção do Estado que levasse à reindustrialização” (Singer, 2015, p. 58). Por trás deste objetivo, obviamente, constava a restauração da lucratividade da indústria, em vias de queda desde a crise internacional.

Gráfico 1  
Taxa de Juros  
Meta para a taxa Selic (% a.a.)



Fonte: BCB.

A pressão de empresários sobre o governo Dilma para instituir uma agenda mais favorável à lucratividade da indústria passava centralmente pela política monetária por ao menos duas razões. A primeira delas, a necessidade de desvalorizar a taxa de câmbio e, assim, favorecer a competitividade internacional da indústria nacional, dependia da política de taxa de juros do BCB, que afeta diretamente o comportamento dos fluxos de capitais para o país e, assim, o nível e a volatilidade da

taxa de câmbio – também contribuiriam para este resultado as medidas de controle de capitais editadas pela Fazenda através do imposto sobre operações financeiras cobrado nas transações cambiais.

A segunda estaria ligada ao barateamento do custo do crédito a partir da esperada redução das taxas cobradas em empréstimos derivada da redução do custo de captação das instituições financeiras – não à toa, para garantir esta redução, posteriormente o governo fez com que os bancos públicos reduzissem os *spreads* nas operações de crédito e ampliassem a competição no mercado bancário.

Neste contexto, a decisão de baixar as taxas de juros teria “vindo de cima”, a partir de uma decisão unilateral do planalto para dar consecução à agenda mencionada. A meta inflacionária, neste caso, teria sido ignorada pelas autoridades brasileiras e a postura leniente do BCB em relação à proposta do planalto haveria sido responsável por minar sua credibilidade perante o mercado financeiro. A consequência disso seria uma revisão das expectativas de inflação, com impacto nos índices correntes de inflação, que tornariam cada vez mais difícil para o BCB cumprir a meta estipulada.

O discurso oficial, por sua vez, apontava outros elementos para justificar a decisão tomada. Em particular, a piora do cenário externo, que contribuiria para uma desaceleração inflacionária:

Reavaliando o *cenário internacional*, o Copom considera que houve substancial deterioração, consubstanciada, por exemplo, em reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Comitê entende que *aumentaram as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado*. [...] Nesse contexto, o Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, um ajuste moderado no nível da taxa básica é consistente com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012 (BCB, 2011a).

A reavaliação do cenário externo pode ter tido como insumo as discussões levadas a cabo poucos dias antes da decisão do BCB na tradicional reunião anual do Federal Reserve de Kansas City, em Jackson Hole. A fala na ocasião do então presidente do banco central americano, Ben Bernanke, trouxe à tona preocupações com a questão das dívidas soberanas de países europeus e com a situação fiscal americana, dadas a diminuição da nota de risco da dívida de longo prazo americana por uma agência de classificação de risco e a querela sobre o teto de gastos (Bernanke, 2011). Ela corroborava o maior pessimismo do BCB em relação à economia mundial<sup>5</sup>.

---

(5) Na Ata da reunião (161ª) em que ocorreu a decisão, podemos obter uma descrição mais pormenorizada do cenário: “A economia global enfrenta período de elevada incerteza, com deterioração nas perspectivas de curto e de médio prazo dos países avançados e certa moderação da atividade nos países emergentes. *Os riscos para a estabilidade financeira global se ampliaram, entre outros, pela possível exposição de bancos internacionais a dívidas soberanas, principalmente na Zona do Euro*. As incertezas foram amplificadas, desde a última reunião do Copom, em parte devido à revisão da classificação de risco da dívida soberana dos Estados Unidos. Ressalte-se que os *níveis de aversão ao risco* – por exemplo, os mensurados pelas volatilidades implícitas e *spreads* em mercados de ações, títulos e moedas –, já *superam os atingidos em meados de 2010*. Em outra perspectiva, *taxas de desemprego elevadas por longo período, aliadas à necessidade de ajustes fiscais, bem como limitado espaço para ações de política monetária, têm contribuído para revisões nas projeções de crescimento dos países avançados, ou mesmo de seu crescimento potencial, indicando ciclo econômico mais amplo e volátil*. De fato, o indicador antecedente composto divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), referente a junho, apontou sinais fortes de inflexão nas principais economias, com perspectivas de menor crescimento nos próximos meses. Os indicadores desagregados do Purchasing Managers Index (PMI) de julho e agosto, referentes à atividade na indústria e no setor de serviços, são consistentes com esse cenário, pois sugerem estagnação nos Estados Unidos (EUA), China, França e Alemanha, e contração no restante da

As duas explicações trazem elementos válidos ao debate. Por um lado, a reavaliação do cenário externo é um condicionante que justifica a mudança na política do BCB, ainda que não tanto pelo lado do crescimento, mas da manutenção das taxas de juros internacionais em patamares próximos a zero por um maior período de tempo. A relação entre o patamar da taxa brasileira e o das taxas internacionais é conhecida, sustentada empiricamente.

Com o benefício da análise *ex post*, podemos ver também que o discurso do BCB foi corroborado pela evolução da economia mundial em 2011 e 2012: houve uma piora, especialmente, em função do agravamento da crise europeia e os “ciclos acomodatórios” das políticas monetárias dos países centrais foram prorrogados. Da mesma forma, a leitura sobre a inflação brasileira pareceu correta: esta se desacelerou entre 2011 e 2012, ainda que tenha se mantido acima do centro da meta (Tabela 1).

Por outro lado, houve uma reorientação geral da política econômica que não ficou na esfera do discurso e ela condiz em periodicidade temporal com a mudança na política monetária. Pode-se concluir que o planalto pode não ter sido responsável por baixar os juros “na marra”, mas *a janela de oportunidade criada pela piora no cenário externo foi aproveitada* para que houvesse um alinhamento da política monetária à direção proposta pelo governo Dilma – e, indiretamente, pela Fiesp.

Tabela 1  
Histórico de metas para a inflação no Brasil

|      | Definição da meta pelo CMN | Meta (%) | Banda (p.p.) | Intervalo | IPCA efetivo |
|------|----------------------------|----------|--------------|-----------|--------------|
| 2011 | 30/jun/09                  | 4,5      | 2,0          | 2,5-6,5   | 6,50         |
| 2012 | 22/jun/10                  | 4,5      | 2,0          | 2,5-6,5   | 5,84         |
| 2013 | 30/jun/11                  | 4,5      | 2,0          | 2,5-6,5   | 5,91         |
| 2014 | 28/jun/12                  | 4,5      | 2,0          | 2,5-6,5   | 6,41         |
| 2015 | 28/jun/13                  | 4,5      | 2,0          | 2,5-6,5   | 10,67        |

Fonte: BCB.

Se nos primeiros seis meses da gestão de Tombini prevaleceu a continuidade da política monetária de Meirelles, nos meses seguintes prevaleceu outra característica: a menor “severidade” quanto à taxa de juros e à maior flexibilidade na operação do regime de metas para inflação. Isso, por si só, constituiu uma espécie de *ruptura* em relação ao padrão anterior: ainda que o modelo não tenha mudado, *seus parâmetros foram alterados* – a reação virulenta do mercado financeiro é reflexo desta última afirmação.

Soma-se a isso a discussão crítica de alguns aspectos do regime de metas. Em particular, a relação entre política monetária e estabilidade financeira, que estaria fora do núcleo de preocupações originais do arcabouço e o fato de que a crise trouxe novos elementos para a gestão da política

---

Zona do Euro. No que se refere à política monetária, as economias maduras continuaram com posturas acomodatórias. Sobre inflação, os núcleos persistem em níveis moderados no G3 (EUA, Zona do Euro e Japão), com Zona do Euro apresentando aumento dos núcleos em julho, relativamente ao mesmo período do ano anterior, e redução em relação a junho de 2011. Apesar de pressões inflacionárias ainda disseminadas nos países emergentes, houve descontinuidade dos ciclos de aperto monetário” (BCB, 2011b; grifos meus).

monetária. As falas do presidente na abertura do XIV Seminário de Metas para a Inflação, em maio de 2012, são ilustrativas:

Uma questão central posta pela recente crise tem sido a complexa relação entre estabilidade de preços e estabilidade financeira. O sucesso no alcance da primeira não foi suficiente para garantir a observância da segunda.

[Eu] falarei sobre o regime de metas para a inflação no pós-crise. Os debates confirmam o meu entendimento que esse regime continua sendo o melhor arcabouço de política monetária. Contudo, *isso não impede que os elementos que compõem o regime sejam aperfeiçoados com as lições aprendidas na crise*. (BCB, 2012, p. 1; grifos meus).

O primeiro ponto da fala de Tombini pode ser diretamente associado à discussão sobre os instrumentos macroprudenciais e sua integração com o regime de metas. O BCB adotou uma série de medidas nesta linha entre o final de 2010 e 2012, como, por exemplo, o aumento dos requerimentos de capital dos financiamentos de veículos e a elevação dos percentuais de recolhimento adicional sobre depósitos à vista e a prazo. Note-se, contudo, que a maioria das medidas adotadas antecede a entrada de Tombini e o marco de agosto de 2011 e que declaradamente não visavam ao combate inflacionário<sup>6</sup>. Entretanto, como o próprio BCB reconheceu ao comentar sobre uma das medidas: “Apesar do caráter macroprudencial da elevação recente dos recolhimentos compulsórios, essas ações impactam a atividade e os preços” (BCB, 2011c, p. 100).

A adição das medidas macroprudenciais elevou a complexidade do arcabouço de gestão da política monetária, já que os canais de transmissão desta política – em particular o canal do crédito – seriam diretamente afetados por aquelas medidas. Isso só adiciona força à hipótese de que houve uma mudança na gestão monetária, antes pautada essencialmente na manipulação das taxas de juros<sup>7</sup>.

### **Restauração: o retorno ao conservadorismo da política monetária (2013-2014)**

A experiência ou o *ensaio de ruptura* no conservadorismo da política monetária durou algo entre um ano e meio e dois anos. Em meados de 2013, o BCB inaugurou um período de elevação das taxas de juros, que se consolidou no segundo semestre deste mesmo ano, e mudou também seu discurso em relação ao comportamento da inflação e das expectativas, bem como ao regime de metas de inflação.

Entre abril de 2013 e abril de 2014 a taxa Selic foi elevada sistematicamente, saindo de 7,25% para 11,0% a.a. Com a nova política, o Brasil retomou ao topo do *ranking* internacional de taxas de juros: saltou do 16º lugar antes do início da subida dos juros para o 6º lugar (junto com Belize) em termos de taxas nominais em abril de 2014, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (para 64 países).

O processo de elevação dos juros numa ou noutra ocasião não é por si só suficiente para justificar o retorno à rigidez monetária característica. O que permite que afirmemos a restauração do padrão vigente desde 1995 é a escalada sistemática das taxas, para patamares elevados de forma

---

(6) No caso dos requerimentos de capital, consta como objetivo a segurança das operações de crédito de modalidades específicas: “Objetivando mitigar riscos identificados no mercado de crédito, foram editadas, em dezembro, medidas macroprudenciais visando aumentar a segurança de operações com prazos mais longos, em especial nas modalidades aquisição de bens e crédito pessoal” (BCB, 2011c, p. 52).

(7) Na prática, porém, o *modus operandi* do regime ia além da manipulação dos juros (Serrano, 2010).

sustentada, que recolocaram o país na ingrata posição superior do *ranking* internacional. Também é evidência deste processo o desmonte de todas as medidas macroprudenciais antes utilizadas.

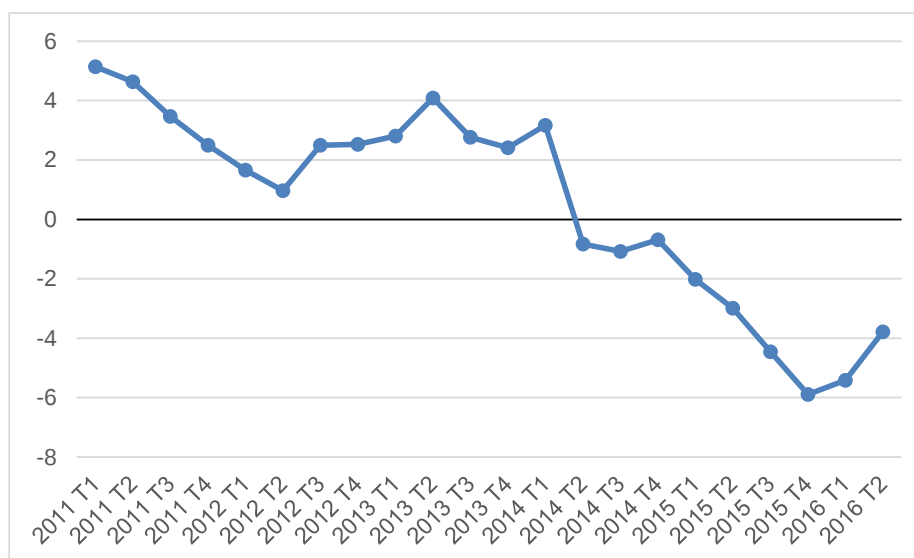
No comunicado que informou a decisão de elevação da taxa em abril, o Copom avaliou “que o nível elevado da inflação e a dispersão de aumentos de preços, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência e ensejam uma resposta da política monetária” (BCB, 2013a). Na ata da reunião, o Comitê esclarece que vê maior aceleração da demanda agregada, o que pressionaria preços através dos salários. A justificativa é sintetizada a seguir:

O Copom ressalta que o cenário central contempla ritmo de atividade doméstica mais intenso neste e no próximo ano. Nesse contexto, o Comitê destaca a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, apesar dos sinais de moderação nesse mercado, e pondera que, em tais circunstâncias, um risco significativo reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação (BCB, 2013b).

A persistência de um ambiente de demanda mais aquecida é vista pelo BCB como resultado das próprias ações anteriores de política monetária, cujos efeitos seriam “defasados e cumulativos”. Contudo, o regresso à operação mais estrita do regime de metas para inflação coincide com o insucesso da “agenda Fiesp” implantada pelo governo em reestabelecer uma trajetória de crescimento sustentada.

Se o segundo trimestre de 2013 indicou alguma recuperação na taxa de crescimento do investimento, o terceiro e o quarto trimestres do ano já confirmavam uma desaceleração mais acentuada da economia, que viria a se transformar numa trajetória de retração a partir do segundo trimestre de 2014 (Gráfico 2). A elevação das taxas de juros, contudo, se manteve como orientação de política.

Gráfico 2  
PIB a preços de mercado  
Variação real trimestral sobre mesmo trimestre do ano anterior (% a.a.)



Fonte: IBGE (Ipeadata).

O que ocorreu em termos de inflação foi que houve uma aceleração inflacionária ligada ao processo de desvalorização cambial que tomou curso no biênio 2013-2014. Se no final de 2012 a taxa de câmbio Real-dólar era de 1,95, no final de 2013 ela alcançou 2,16 e no final de 2014 o patamar de 2,35. A elevação da taxa Selic seria uma forma de mitigar os efeitos do câmbio, entretanto, com pouco sucesso. Em 2013 a inflação se encerra em 5,91% e em 2014 em 6,41%, próximo ao teto da meta. Ou seja, a despeito da política restritiva e de uma demanda vacilante, a inflação pouco cedeu.

A justificativa para retomar o conservadorismo da política monetária, ainda que insuficiente para explicar o que ocorreu na prática, marca um retorno do BCB ao núcleo do pensamento por trás do regime de metas de inflação. O discurso oficial do BCB e principalmente em suas ações, conforme ilustram as decisões de política monetária, parecem resgatar os anos mais restritos da gestão monetária de Meirelles.

Contudo, é importante não responsabilizar exclusivamente o BCB pelo regresso ao conservadorismo na gestão monetária: se o governo teve influência, ainda que parcial, no que chamamos de “ruptura”, também o teve na restauração da rigidez. A via direta pela qual a administração de Dilma poderia influenciar a gestão monetária era o momento de definição das metas para inflação a serem perseguidas pelo BCB. Na institucionalidade do regime, o proponente destas metas é o Ministro da Fazenda. Em teoria, ainda que o BCB fosse reticente quanto a um aumento na meta para inflação, o governo contaria com os votos do Ministro do Planejamento e da Fazenda para elevar a meta em alguns pontos percentuais.

Uma meta maior seria justificável dentro da nova concepção de política econômica do governo Dilma como forma de acomodar a desvalorização cambial, e seus impactos sobre os demais preços domésticos, almejada pela equipe econômica para promover a competitividade da indústria. É notável a predominância dos efeitos cambiais na explicação do comportamento da inflação brasileira na literatura empírica: Vernengo (2008), Serrano (2010), Modenesi e Araújo (2010), Summa e Macrini (2014) e Pimentel et al. (2016). Prevendo uma transição para uma taxa de câmbio mais desvalorizada, o governo poderia ter elevado a meta para 6,0% em 2013 e 2014, o que daria fôlego à ruptura.

Entretanto, não houve qualquer sinalização neste sentido. Posen (1995, p. 271) argumentou que a política dos bancos centrais depende do estabelecimento de uma coalizão de interesses e que o conservadorismo anti-inflacionário é produto desta coalização. O caso brasileiro parece indicar que, para além do mercado financeiro e dos rentistas, que naturalmente se beneficiam de uma política monetária mais conservadora, a própria equipe econômica de Dilma formou a coalização que deu suporte à restauração da rigidez na gestão monetária.

O que cabe perguntar é o que se alterou na correlação de forças na sociedade brasileira que tenha justificado tal mudança. Que o governo do Partido dos Trabalhadores tenha compactuado com a rigidez monetária não é novidade, já que os anos de Meirelles à frente do BCB provêm base empírica para esta proposição. Algo mudou no primeiro governo Dilma, mas durou pouco.

Uma hipótese é que a cruzada para os juros baixos foi um tiro que saiu pela culatra do próprio setor industrial. A revisão deste aspecto da “agenda Fiesp” seguiu naturalmente. Uma vez que os lucros começaram a cair em função da retração na demanda agregada – a rentabilidade, em termos

percentuais, pode até ter aumentado, mas a massa de lucros caiu em resposta à queda na atividade –, os ganhos financeiros se tornaram um porto seguro para restaurar a lucratividade do setor.

Como explicitado numa matéria intitulada “Empresários explicam por que defendem a saída de Dilma”, veiculada no jornal Valor Econômico, em 15 de abril de 2016: “A indústria, que historicamente pediu redução dos juros, hoje tem parte de seu capital nas mãos do setor financeiro. Além disso, pondera um economista, o lucro financeiro é parte importante do resultado das empresas produtivas” (Neumann, 2016).

Tomando por referência as 500 maiores empresas não-financeiras brasileiras, a rentabilidade média sobre o patrimônio cai de 10,7% em 2010 (ou 10,1% no segundo governo Lula) para 4,1% em 2012, 5,3% em 2013 e 3,5% em 2014, segundo dados da Revista Exame – Maiores e Melhores (Pinto et al., 2019). É notável que o movimento de financeirização das empresas brasileiras já é anterior ao primeiro governo Dilma, como mostram Bruno et al. (2011) e Araújo, Bruno e Pimentel (2012), mas parece se acentuar então como resposta à queda na lucratividade no período. Segundo dados do IBGE referentes às contas financeiras e de patrimônio financeiro, os ativos financeiros das empresas (não-financeiras) brasileiras subiram de R\$ 4,68 trilhões em 2011 para R\$ 5,79 trilhões em 2013. Neste último ano, a aquisição líquida de ativos financeiros por este segmento foi da ordem de R\$ 530 bilhões. É este processo de aquisição de ativos que pode ter evitado uma depressão ainda maior da lucratividade.

Se considerarmos que o efeito da desvalorização da taxa de câmbio sobre a competitividade das empresas brasileiras foi também ambíguo – por um lado, barateou o produto de exportadoras, mas, por outro lado, encareceu os insumos importados –, podemos ver elementos para uma rejeição à agenda Fiesp originalmente traçada. A restauração da política de rigidez monetária do BCB pareceu, assim, encontrar respaldo nos anseios dos principais grupos de interesse da sociedade brasileiro.

### **Reeleição, assimetrias e expectativas (2015-2016)**

A reeleição da presidenta Dilma e a reformulação da equipe econômica, com a instituição de um viés conservador, ratificou o conservadorismo da política monetária restaurado no biênio 2013-4. O BCB incorporou em seu discurso menos elementos críticos e mais aspectos estritos da condução do regime de metas de inflação. Em particular, ganhou peso na discussão sobre a dinâmica de funcionamento do modelo sob este arcabouço a preocupação relativa à condução das expectativas inflacionárias.

Coincidiu com o período pós-eleitoral a decisão do Copom de optar por novos aumentos sucessivos da meta para a taxa Selic, refletindo uma preocupação maior com a dinâmica inflacionária – independente do contexto de política fiscal contracionista. O Gráfico 1, que mostramos anteriormente, mostra uma elevação de 3,25 pontos percentuais da taxa entre outubro de 2014 e setembro de 2015. Em geral, os aumentos das taxas de juros no Brasil coincidem com períodos de elevação das taxas internacionais, mas, neste mesmo período, as taxas básicas americana, europeia e inglesa foram mantidas inalteradas (mantidas, respectivamente, em 0-0,25 % a.a. (*FED funds*), 0,05% a.a. (*main refinancing operations*) e 0,5% (*official bank rate*)).

Na fala de encerramento do XVII Seminário de Metas para a Inflação, realizado em maio de 2015, o foco de Tombini foi reiterar o compromisso – ou a vigilância – do BCB em relação à estabilidade de preços:

Como tenho reiterado, cabe à política monetária o dever de conter os efeitos de segunda ordem decorrentes dos ajustes de preços relativos ora em curso. É fundamental para o sucesso do nosso processo de ajustes em 2015 e para as perspectivas de iniciar um novo ciclo de crescimento sustentável mais à frente, que esse cenário de convergência se materialize como resultado da vigilância da política monetária (BCB, 2015, p. 9).

Por isso e por tudo o que mencionei anteriormente, faz-se necessário manter a política monetária vigilante. Com essa postura consistente com o quadro de ajustes da nossa política macroeconômica, conseguiremos assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% em dezembro de 2016, cujos benefícios, uma vez feito, deverão se estender para além do próximo ano. Essa é a tarefa para a qual fomos mandatados pela sociedade e é o objetivo que vamos cumprir com determinação e perseverança (BCB, 2015, p. 10).

A estratégia de política adotada no final de 2014 foi centrada na coordenação de expectativas (Volpon, 2015). O ponto de partida das decisões de elevação da taxa de juros corresponde a um período em que o indicador de inflação se encontrava próximo ao teto da meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional, de 6,5% (Gráfico 3). Em seu turno, as expectativas de mercado apontavam para uma inflação acima da meta num horizonte de médio prazo e acima da meta no curto prazo. Por fim, vigorava um desalinhamento de preços relativos na economia brasileira, em função do comportamento de preços administrados e da taxa de câmbio, como resultado da depreciação do Real (diferença entre preços de comercializáveis e não comercializáveis).

O BCB optou então por fixar um prazo para a ancoragem das expectativas em relação ao *centro* da meta, notadamente, como comunicado pela autarquia: o final de 2016. A fixação desta data teve como função constranger a ação do BCB e, na visão dos formuladores de política, auxiliar no processo de realinhamento dos preços relativos. Ao invés de focar na inflação corrente em si, coube ao BCB focar estritamente na “correção” das expectativas, sendo elas a meta última do processo de “ajuste” monetário.

A decisão do CMN de manter a meta de inflação para 2017 em 4,5%, porém reduzir o intervalo típico de tolerância de 2,0 pontos percentuais para 1,5 p.p., reflete essa estratégia (conforme a Resolução nº 4.345, do CMN, de junho de 2014). Mais uma vez, não só o BCB, mas também os Ministérios do Planejamento e Fazenda deram respaldo a uma gestão mais rígida da política monetária.

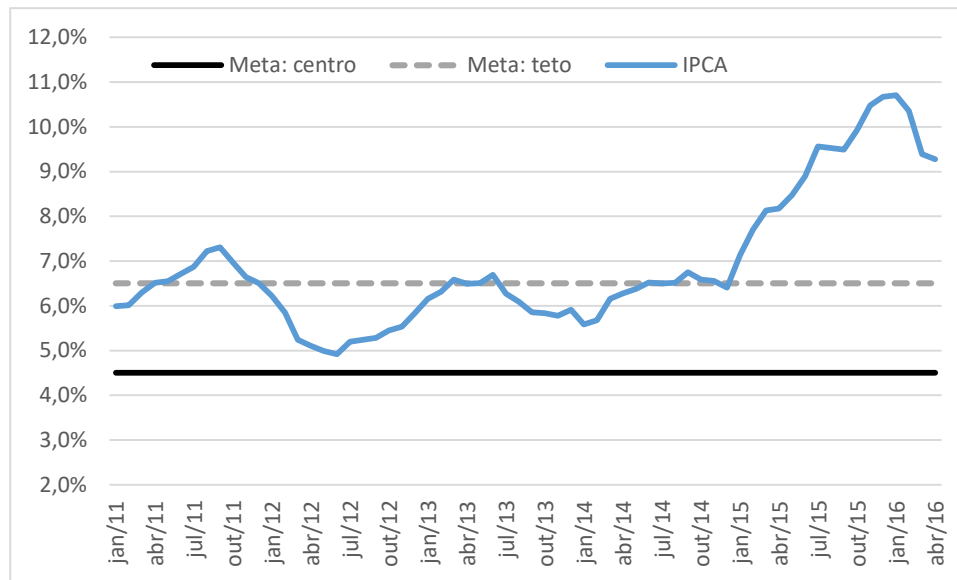
A nova forma de operar o regime, portanto, se guiou na *reancoragem das expectativas* a médio prazo através da manipulação das taxas de juros. Neste caso, só há espaço para reduções na taxa de juros quando houver aderência da inflação corrente ao intervalo da meta novamente<sup>8</sup>. Isto, na realidade, introduziu certo grau de assimetria na política monetária, *mantendo uma rigidez para baixo*

---

(8) É interessante notar que esta questão das expectativas foi um dos focos do discurso de Tombini de maio de 2015 que mencionamos anteriormente: “países emergentes, numa fase diferente do ciclo de ajustes e de recuperação, como é o caso do Brasil, precisam dedicar atenção especial para a formação de expectativas de inflação, sua relação com algumas características como inércia e indexação, e sua importância para a política monetária” (BCB, 2015, p. 3).

da taxa básica de juros (Volpon, 2015). A vigilância ou perseverança a que o BCB se referiu tantas vezes naquele período parece dizer respeito a este tratamento assimétrico e à austeridade monetária a ele associado (Borça Jr.; Tinoco; Barboza, 2015).

Gráfico 3  
Inflação  
Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA): variação acumulada nos últimos 12 meses (%)



Fonte: IBGE (Ipeadata).

A percepção de mudança na gestão da política monetária em relação aos moldes anteriores é clara. Mesmo a leitura de Mendonça de Barros, economista notadamente filiado à ortodoxia, sobre a atuação do BCB no período ressalta esta mudança de orientação:

O Banco Central foi reconhecidamente leniente com a inflação por três anos consecutivos e de repente encasquetou – e a palavra é essa mesmo – que as estimativas para o IPCA têm que convergir para a meta de 4,5% no fim de 2016. A mensagem do BC é que não vai parar de aumentar os juros enquanto isso não acontecer (Landim, 2015).

Uma avaliação preliminar desse direcionamento da política monetária foi fornecida no discurso do presidente Tombini na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, em setembro de 2015:

O comportamento de indicadores de expectativas de médio e longo prazo mostra que a estratégia de política monetária está na direção correta. No início do ano, as medianas das expectativas para a inflação no período de 2017 a 2019 encontravam-se muito acima do nível de 4,5% ao ano. Atualmente, verifica-se convergência das expectativas para esse patamar em todo esse intervalo. Para 2016, a mediana das expectativas recuou nesse período, a despeito do crescimento significativo da inflação observada e das expectativas para 2015 (Tombini, 2015).

Contudo, uma revisão da literatura acerca da influência das expectativas inflacionárias no comportamento da inflação não permite tomar por garantido o efeito esperado pelas autoridades

brasileiras (Rudd, 2021). A dinâmica da inflação no Brasil – bem como genericamente – é essencialmente determinada pelo comportamento dos custos e por outros fatores alheios ao comportamento da demanda agregada (Bastos; Jorge; Braga, 2015). Por exemplo, naquela ocasião, os preços de energia e combustíveis, que oneraram a inflação em 2015, cresceram a taxas mais baixas após a reversão das desonerações. De modo geral, entretanto, a dinâmica inflacionária depende substancialmente do comportamento dos salários e da taxa de câmbio<sup>9</sup>. Nesse contexto, a rigidez e a assimetria mencionadas anteriormente, expressas nas elevadas – e resistentes à baixa – taxas de juros, podem ser encaradas como medidas “necessárias”, porém, na realidade, podem não ter efeitos tão relevantes na determinação da inflação corrente e das expectativas.

As expectativas de inflação analisadas no Relatório Trimestral de Inflação do BCB indicavam que existia, de fato, uma convergência das expectativas na direção da meta em 2016 e 2017, porém a probabilidade de que este indicador seguisse efetivamente esta trajetória era pequena, considerando as expectativas de mercado para as taxas de câmbio e juros. Ainda que se abra um leque de probabilidades e intervalos, uma mudança de rota da inflação acaba dependendo de diversos fatores fora do controle do BCB.

A decisão de manutenção da taxa Selic no patamar de 14,25% a.a. entre julho de 2015 e outubro de 2016, a despeito da recessão em que se encontrava a economia brasileira (o PIB brasileiro caiu 3,6% e 3,3% em 2015 e 2016 respectivamente), só pode ser efetivamente explicada segundo a nova sistemática de operação do regime, que tem como foco primordial as expectativas futuras de inflação. O comunicado da decisão de abril de 2016 é claro neste ponto:

O Comitê reconhece os avanços na política de combate à inflação, em especial a contenção dos efeitos de segunda ordem dos ajustes de preços relativos. No entanto, considera que o nível elevado da inflação em doze meses e *as expectativas de inflação distantes dos objetivos do regime de metas* não oferecem espaço para flexibilização da política monetária.

Outra questão importante é que, com a nova sistemática, acentuou-se a influência que os agentes formadores destas expectativas têm sobre as decisões de política monetária. Na época de Meirelles já se falava em um “jogo de espelhos” que tinha como base a utilização do Boletim Focus por agentes de mercado para perpetuar, através das expectativas inflacionárias, pressões altistas sobre a taxa Selic (Guimarães, 2008). Este canal de influência foi reforçado, dado o maior peso atribuído pelo BCB à coordenação das expectativas.

A restauração do conservadorismo da política monetária, portanto, apontava para uma operação ainda mais estrita do regime de metas de inflação, dentro de um intervalo mais curto para as metas e uma rigidez à baixa da taxa Selic. Estas medidas, entretanto, não são neutras em relação ao comportamento da economia e às finanças públicas. Agravam a situação financeira, ora delicada, das empresas brasileiras e impõe um custo elevado à sociedade em geral, ainda que uma parcela desta se beneficie diretamente da rigidez monetária.

---

(9) Em especial, em relação ao câmbio, há evidências de assimetrias no repasse cambial à inflação, com efeitos significativamente mais fortes no caso de desvalorizações (Pimentel; Luporini; Modenesi, 2015).

A participação direta do BCB na coalização pró-conservadorismo da política monetária, aceitando a constelação de interesses privados a que lhe é associada, não é, contudo, uma mera captura da instituição<sup>10</sup>. Vai além. Como aponta Erber (2011, p. 44):

O Banco Central é um membro necessário desta coalizão – é a instituição que concebe e executa a política monetária [...] A autonomia do [BCB] reflete a força da coalizão e, ao mesmo tempo, dadas as características já apontadas da política que pratica, reforça o peso econômico e político da coalizão, num processo cumulativo – sem que isto implique, necessariamente, uma ‘captura’ do Banco pelo sistema financeiro no sentido da ‘escolha pública’. Para o estabelecimento da coalizão e da convenção que lhe serve de representação social, basta que o Banco Central e os membros privados derivem benefícios conjuntos da mesma política – no caso, o *prestígio de cumprir as metas* e os lucros derivados dos altos juros e do câmbio valorizado.

Por este mesmo motivo, podemos argumentar que as decisões tomadas pelo poder Executivo ao longo do período apenas agravaram o quadro de rigidez monetária: por um lado, as metas de inflação foram mantidas no mesmo patamar, ainda que o cenário inflacionário pudesse sugerir um reajuste para cima nas mesmas; por outro lado, nada foi feito para alterar efetivamente a institucionalidade da política monetária<sup>11</sup>.

### Considerações finais

O conservadorismo na gestão da política monetária, consubstanciada nas elevadas taxas de juros praticadas pelo BCB, é uma característica da economia brasileira desde a estabilização (parcial) do Plano Real. Quanto a isso, a política monetária nos governos de Dilma Rousseff não se comportou de forma uniforme. Num primeiro e breve momento, a continuidade em relação à gestão anterior, de Meirelles, deu o tom. Em seguida, houve um ensaio de ruptura, com a taxa de juros brasileira atingindo seu piso histórico e convergindo, em termos reais, para as taxas internacionais. Não passou de um ensaio, pois a duração desta política foi breve. Já em 2013 ela foi revertida e, em sequência, a rigidez foi restaurada e reforçada.

O BCB toma parte desta estratégia de gerenciamento, mas é só um componente desta engrenagem: na realidade, a autarquia responde a uma institucionalidade já definida pelo governo, que pouco se alterou no período em questão. O governo Dilma aproveitou a “gordura” da elevada taxa básica praticada nos governos anteriores e a janela de oportunidade criada pela piora no cenário internacional para reduzir a rigidez da gestão monetária.

Baixou-se os juros. Contudo, não houve ações que permitiram sequer uma flexibilização das características institucionais do regime de metas de inflação. Os Ministros da Fazenda e Planejamento também não operaram neste sentido, já que mantiveram metas irreais para a inflação a ser perseguida pelo BCB e, fechada a janela, forçaram-no a voltar a operar segundo os ditames do conservadorismo. Tão logo a inflação acenou novamente – como seria de se esperar num cenário em que o câmbio

---

(10) Terra (2014) é um dos autores que aponta a possibilidade de captura da autoridade monetária pelos bancos em função do desenho do regime de metas.

(11) Chama a atenção, ainda, nessa discussão, a recente adoção da autonomia formal do BCB, com mandatos intercalados para presidentes e diretores, por meio da Lei Complementar nº 179, de 2021. Pleito antigo dos defensores do regime de metas, a medida desvincula a política monetária do ciclo político, o que pode, em determinadas ocasiões, reforçar a coalisão pró-conservadorismo da política monetária.

estava se desvalorizando – o BCB retomou a elevação da taxa de juros e sua manutenção em patamares elevados na comparação internacional.

Como apontamos, o sustentáculo para esta política pode ser encontrado não só nos integrantes do mercado financeiro, mas também nas empresas não-financeiras que adotaram, em alguma medida, comportamentos rentistas, aderindo à pauta desta coalizão (Singer, 2015). A campanha da Fiesp pelo impedimento da presidenta Dilma é ilustrativa. Tal fato faz com que lancemos luz à financeirização das companhias brasileiras: este processo merece maior atenção e o desenvolvimento de mais estudos.

Em seguida à restauração da rigidez, houve uma reafirmação do compromisso do BCB com o regime de metas através do foco na coordenação de expectativas dos agentes. O *modus operandi* daí decorrente reforçou a rigidez à baixa da taxa Selic, institucionalizando uma assimetria na política monetária. Também se reforçou, com isso, os canais de influência de agentes do mercado financeiro sobre a política do BCB, aludindo à figura de um jogo de espelhos em prol de elevadas taxas de juros.

Não devemos imaginar que a flexibilização do regime de metas para inflação fosse suficiente para que as taxas de juros brasileiras convergissem para padrões internacionais. Poderia até haver uma diminuição do nível da taxa Selic, mas a lógica do regime é perversa deste ponto de vista. Independente disto, em nenhum momento o governo Dilma buscou flexibilizar o regime, através do Conselho Monetário Nacional, sob o qual exercia influência direta, tendo operado dentro dos ditames conservadores tradicionais.

Desse ponto de vista, o confrontacionismo do governo Dilma, ainda que materializado em um ensaio de ruptura, soa ingênuo. Primeiro, porque não realizou uma leitura apropriada da correlação de interesses entre os diferentes grupos de pressão, cujas pautas se tornaram muito mais alinhadas devido à financeirização. Segundo, pois a mudança de rumo não se concretizou em uma mudança institucional que viabilizasse a redução persistente das taxas de juros.

A flexibilização de elementos institucionais, contudo, pode ser insuficiente. Como mostram Drumond e Porcile (2013) há limitações estruturais, de cunho teórico, do regime de metas, que se orienta por noções equivocadas de neutralidade da moeda no longo prazo e de inflação de demanda<sup>12</sup>. Para efetivamente romper com a convenção que sustenta o conservadorismo da política monetária brasileira é preciso considerar o abandono do regime de metas de inflação.

## Bibliografia

ARAÚJO, E.C.; BRUNO, M.; PIMENTEL, D. Financialization against industrialization: a regulationist approach of the Brazilian Paradox. *Revue de la Régulation*, Paris, v. 11, 2012. Disponível em: <http://doi.org/10.4000/regulation.9604>. Acesso em: 5 abr. 2019.

ARAÚJO, E.; ARAÚJO, E. C.; FERRARI FILHO, F. Monetary institutions and economic growth in Brazil after the Inflation Targeting Regime: theoretical aspects and empirical evidence. In: 40 YEARS OF THE CAMBRIDGE JOURNAL OF ECONOMICS CONFERENCE. Cambridge, UK: Cambridge Political Economy Society, 2016. *Proceedings...*

---

(12) Ramos e Salles (2017) apresentam uma síntese das críticas ao regime de metas no Brasil a partir de uma perspectiva pós-keynesiana.

ARESTIS, P.; PAULA, L.F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*. Campinas, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, 2009.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. 'New consensus', new Keynesianism, and the economics of the 'third way'. Levy Economics Institute, 2002. (Working Paper, n. 364).

BASTOS, C. P.; JORGE, C. T.; BRAGA, J. M. Análise desagregada da inflação por setores industriais da economia brasileira entre 1996 e 2011. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 19, n. 2, p. 261-279, 2015.

BCB. Nota à Imprensa – 161ª Reunião do Copom. Brasília: BCB, 2011a.

BCB. Ata da 161ª Reunião do Copom. Brasília: BCB, 2011b.

BCB. Relatório de Inflação, v. 13, n. 1, mar. Brasília: BCB, 2011c.

BCB. Nota à Imprensa – 174ª Reunião do Copom. Brasília: BCB, 2013a.

BCB. Ata da 174ª Reunião do Copom. Brasília: BCB, 2013b.

BCB. Discurso do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil no encerramento do XVII Seminário de Metas para a Inflação. XVII Seminário Anual de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro: BCB, 2015.

BERNANKE, B. S. *The near- and longer-term prospects for the U.S. economy*. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2011.

BITTENCOURT, A. O jogo pesado do BC. *Valor Econômico*, São Paulo, Blog Casa das Caldeiras, 1 set. 2011. Disponível em: <http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/995148/o-jogo-pesado-do-bc>. Acesso em: 5 abr. 2019.

BORÇA JR., G.; TINOCO, G.; BARBOZA, R. Política Monetária e Inflação (de Serviços) no Brasil. *Valor Econômico*, São Paulo, Opinião, 5 jun. 2015.

BRAGA, J. C.; OLIVEIRA, G. C.; WOLF, P. J. W.; PALLUDETTO, A. W. A.; DEOS, S. S. For a political economy of financialization: theory and evidence. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, número especial, p. 829-856, 2017.

BRUNO, M.; DIAWARA, H.; ARAÚJO, E. C.; REIS, A. C.; RUBENS, M. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 730-750, 2011.

CURADO, M.; OREIRO, J. L. Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 33 (2), p. 127-146, set. 2005.

DRUMMOND, C. O governo está cada vez mais capturado. *Carta Capital*, São Paulo, 30 out. 2015.

DRUMMOND, C.; PORCILE, G. Um modelo dinâmico de macroeconomia aberta com metas de inflação, conflito distributivo e equilíbrio na conta corrente. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 22, n. 3 (49), p. 675-695, dez. 2013.

ERBER, F. S. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política”, *Revista de Economia Política*. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 31, n. 1, p. 31-55, 2011.

HAMMOND, G. *State of the art inflation targeting*. London: Bank of England, Centre for Central Banking Studies, 2012.

GUIMARÃES, L. S. Jogo de espelhos intensifica aperto. *Valor Econômico*, São Paulo, p. C-2, 8 abr. 2008.

ISTOÉ DINHEIRO. Saiba quem é Alexandre Tombini, novo presidente do Banco Central. *IstoÉ Dinheiro*, São Paulo, 23 nov. 2010.

LANDIM, R. BC força a mão com juros e vai quebrar muita gente, diz Mendonça de Barros. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 21 jun. 2015.

MARTINS, A.; DE LORENZO, F. (2011). Corte de juros levanta dúvidas sobre regime de metas de inflação. *Valor Econômico*, São Paulo, 1 set. 2011.

MODENESI, A. M.; ARAÚJO, E. C. Estabilidad de precios bajo metas de inflación en Brasil: análisis empírico del mecanismo de transmisión de la política monetaria con base en un modelo var, 2000-2008. *Investigación Económica*, Cidade do México, v. LXXV, n. 297, p. 99-133, 2010.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 32, n. 3 (128), p. 389-411, 2012.

MISHKIN, F. S. *Monetary policy strategy: lessons from the crisis*. NBER, 2011. (Working Paper, n. 16755).

NEUMANN, D. Empresários explicam porque defendem saída de Dilma. *Valor Econômico*, São Paulo, 15 abr. 2016. Disponível em: <http://www.valor.com.br/cultura/4524317/empresarios-explicam-por-que-defendem-saida-de-dilma>. Acesso em: 5 abr. 2019.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P. J. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, Curitiba, v. 36, n. 128, p. 19-32, 2015.

PIMENTEL, D.; LUPORINI, V.; MODENESI, A. Assimetrias no repasse cambial para a inflação: uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013). *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 46, n. 2, p. 343-372, 2016.

PINTO, E. C.; PINTO, J. P. G.; SALUDJIAN, A.; NOGUEIRA, I.; BALANCO, P.; SCHONERWALD, C.; BARUCO, G. A guerra de todos contra todos e a Lava Jato: a crise brasileira e a vitória do Capitão Jair Bolsonaro. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, v. 54, p. 107-147, dez. 2019.

PINTO, L. Banco Central cedeu à pressão política, diz estrategista do Nomura. *Valor Econômico*, São Paulo, 31 ago. 2011. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/994654/banco-central-cedeu-pressao-politica-diz-estrategista-do-nomura>. Acesso em: 5 abr. 2019.

POSEN, A. Declarations are not enough: financial sector sources of central bank Independence. In: BERNANKE, B.; ROTEMBERG, J. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge: MIT Press, 1995, p. 253-274.

- RAMOS, R.; SALLES, A. O. T. Rumo a vinte anos do regime de metas para inflação no Brasil (1999/2016): uma análise dos resultados. *Economia Ensaios*, Uberlândia, v. 31, n. 2, p. 11-42, 2017.
- RUDD, J. B. *Why do we think that inflation expectations matter for inflation? (And should we?)*. Finance and Economics Discussion Series, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021-062, 2021.
- SEABRA, L.; DEQUECH, D. Convenções financeiras e a taxa básica de juros no Brasil: uma primeira aproximação. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 33, n. 4 (133), p. 599-618, 2013.
- SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 30, n. 1 (117), p. 63-72, 2010.
- SUMMA, R.; MACRINI, L. Os determinantes da inflação brasileira recente: estimações utilizando redes neurais. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 279-296, 2014.
- TERRA, F. H. B. Uma interpretação pós-keynesiana do Regime de Metas de Inflação: poderia a Autoridade Monetária ser capturada pelo sistema bancário? *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, v. 38, p. 108-126, 2014.
- TOMBINI, A. *Pronunciamento do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil, na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado*. Brasília: BCB, 2015.
- TOOZE, A. *Crashed: how a decade of financial crises changed the world*. New York: Viking, 2018.
- VERNENGO, M. The political economy of monetary institutions in Brazil: the limits of the inflation-targeting strategy, 1999–2005. *Review of Political Economy*, v. 20, n. 1, p. 95-110, 2008.
- VOLPON, T. *A estratégia monetária do BCB*. Apresentação realizada em seminário do IEPE/CDG, 18 set. 2015.