

Vinte e cinco anos do tripé macroeconômico no Brasil: 1999-2024

Victor Leonardo de Araujo

Professor da Faculdade de Economia da UFF e Coordenador do Núcleo de Estudos em
Economia e Sociedade Brasileira (NEB)

Resumo:

Este trabalho propõe um balanço crítico do regime de política macroeconômica adotado em 1999 no Brasil, composto pelas metas de resultado primário, metas de inflação, e câmbio flexível. Esses vinte e cinco anos comportaram períodos de flexibilização das regras fiscais e das metas de inflação durante a maior parte dos governos petistas (2003-2016). Quanto à política fiscal, a melhoria dos indicadores de finanças públicas coincidiu com a flexibilização das regras fiscais entre 2003 e 2014, e a maior rigidez das regras coincidiu com a piora dos indicadores. Quanto ao regime de metas inflacionárias, a maior flexibilização entre 2003 e 2015 permitiu maior ocorrência de inflação dentro da meta do que nos períodos de maior rigidez. Como no Brasil a inflação é muito sensível à taxa de câmbio, a operacionalização das metas de inflação se tornou mais difícil após 2011, quando foi revertida a tendência à apreciação cambial.

Palavras-chave: tripé macroeconômico no Brasil, regime de metas de inflação, taxas de câmbio flutuantes, política fiscal no Brasil

Abstract:

This work proposes a critical assessment of the macroeconomic policy regime adopted in Brazil in 1999, comprising primary surplus targets, inflation targets, and a flexible exchange rate. The past twenty-five years have seen periods of flexibility of fiscal rules and inflation targets during most of the Workers' Party administrations (2003-2016). Regarding fiscal policy, the improvement in public finance indicators coincided with the relaxation of fiscal rules between 2003 and 2014, while the greater rigidity of the rules coincided with the deterioration of these indicators. Regarding the inflation targeting regime, the greater flexibility between 2003 and 2015 was characterized by comprising of targets more than during periods of greater rigidity. Since inflation in Brazil is highly sensitive to the exchange rate, the operationalization of inflation targets became more challenging after 2011, when the trend towards currency appreciation was reversed.

Key words: macroeconomic tripod in Brazil, inflation targeting regime, flexible exchange rates, fiscal policy in Brazil

1. Introdução

Este trabalho tem como objetivo oferecer um balanço de duas décadas e meia da adoção do tripé macroeconômico no Brasil entre 1999 e 2024. Na segunda seção, descreveremos os antecedentes que levaram a sua adoção. O balanço do tripé propriamente dito será feito nas seções três e quatro. Iniciaremos pela política fiscal, norteadas pelas metas de resultado primário com o objetivo de estabilizar ou reduzir a relação dívida pública/PIB. Cronologicamente, este foi o primeiro pilar do tripé, anunciado ainda no final de 1998, mas instituído a partir de 1999. Em seguida, na seção quatro, discutiremos a gestão econômica sob câmbio flutuante e sob o Regime de Metas de Inflação (RMI). O balanço desses dois pilares será feito conjuntamente, em razão dos impactos da taxa básica de juros sobre a taxa de câmbio, e dos impactos desta última sobre a inflação. Na quinta seção ofereceremos o balanço do período na forma das considerações finais.

2. Os antecedentes

O tripé macroeconômico foi sendo arquitetado entre o fim de 1998 e meados de 1999 como substituição à âncora cambial adotada em 1995, que havia condicionado toda a política macroeconômica durante o primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998). A âncora cambial foi adotada na esteira do Plano Real como parte integrante do plano de estabilização. Nos marcos da abertura comercial e do aumento do coeficiente importado, a taxa de câmbio real sobrevalorizada dava mais competitividade à produção importada, e forçava a convergência dos preços domésticos, mas a estabilidade dos preços requeria também que a própria taxa de câmbio se estabilizasse (Modenesi, 2005). Nos primeiros meses após o lançamento do Real foi instituído um limite superior para a taxa de câmbio; após março de 1995, foi estabelecida uma banda, que consistia em um piso e um teto reajustados periodicamente, de modo a permitir uma desvalorização suave da taxa de câmbio nominal de 7% ao ano.

Todavia, a projeção de desvalorização nominal não seria suficiente para corrigir o desalinhamento cambial: a taxa de câmbio real permaneceu sobrevalorizada e assim mantida artificialmente durante todo o primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso. O longo período de sobrevalorização real da taxa de câmbio acumulou desequilíbrios persistentes que inviabilizariam a sua manutenção: nas contas externas, o país acumulou déficits comerciais e em transações correntes em valores recordes. A maior competitividade das importações provocou perda de densidade da cadeia produtiva industrial (Carneiro, 2002), e está no cerne do processo de desindustrialização precoce do

período. Mas, face a um cenário externo instável, a sobrevalorização cambial requereu uma política monetária apertada conduzida sob taxas de juros elevadas, conduzindo à desaceleração econômica, especialmente após os ataques especulativos sofridos pelo Real em 1997 (desencadeada pela assim chamada crise dos Tigres Asiáticos) e em 1998 (após a moratória da dívida externa da Rússia). No plano social, o aumento da taxa de desocupação constituía uma das faces mais duras da política econômica centrada na âncora cambial. Nas finanças públicas, os juros elevados impostos pelo Banco Central impactavam o déficit nominal e constituíam o principal componente a provocar a expansão da dívida pública interna.

Ante a rápida deterioração das finanças públicas, e em meio a uma crise cambial em 1998, o governo brasileiro negociou com o Fundo Monetário Internacional (FMI) um acordo de US\$ 41 bilhões, dos quais US\$ 9 bi seriam imediatamente disponibilizados, mas que tinha como contrapartida um ajuste fiscal, cuja principal meta era estabilizar ou reduzir a dívida líquida do setor público medida como percentagem do PIB, por meio da obtenção de superávits primários de 3,1% do PIB para 1999, e 3,3% para os dois anos seguintes (Giambiagi e Além, 2016, p. 173). Com efeito, as metas de resultado primário constituiriam o primeiro tripé do regime de política macro que estava sendo arquitetado a partir de então.

Este acordo, negociado já após a reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso, ainda pressupunha a manutenção da âncora cambial, mas já no início de 1999, em meio a um novo ataque especulativo contra o Real, o Presidente afiançou a mudança do regime cambial anunciando a substituição de Gustavo Franco na Presidência do Banco Central do Brasil (BCB) por Francisco Lopes. A adoção da flutuação cambial foi tumultuada, e Lopes logo foi substituído por Armínio Fraga Neto, que presidiria o Banco Central durante todo o segundo mandato de Fernando Henrique, mantendo o câmbio flutuante, que constituiria, assim o segundo componente do regime de política macro.

Já nos primeiros meses de 1999 os índices de preços acusavam o repasse da desvalorização cambial. Face à perda da âncora cambial, a equipe econômica liderada pelo Ministro da Fazenda Pedro Malan e por Armínio Fraga anunciou a adoção do regime de metas inflacionárias em junho daquele ano, finalizando a constituição do tripé que desde então nortearia a condução do regime de política macroeconômica no Brasil.

A instituição do regime de metas inflacionárias alterava o *modus operandi* do Banco Central. A meta de inflação – na forma de um intervalo simétrico a partir de uma meta central – teria de ser obtida por meio de uma meta intermediária, que consistia no

estabelecimento da taxa básica de juros Selic pelo Comitê de Política Monetária (Copom). A regra monetária tinha como referência a regra de Taylor: a taxa Selic deveria ser elevada/reduzida à medida que se reduzisse/aumentasse o hiato do produto ou a diferença entre a inflação esperada e a meta de inflação, calibrada pela sensibilidade de cada parâmetro. No Brasil, o IPCA é o índice utilizado como referência para as metas inflacionárias, e a meta (centro e intervalos) é estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. Estava instituído, assim, o terceiro componente do tripé macroeconômico.

3. O balanço da política fiscal de metas de resultado primário

A estabilização ou redução da dívida pública medida como proporção do PIB tem sido o objetivo principal da política fiscal desde o final de 1998. Esta escolha se alinha ao Novo Consenso Macroeconômico, que assume como princípios: (i) a incapacidade do gasto público expandir o produto em razão do efeito *crowding out*; (ii) a hipótese da contração fiscal expansionista – ou o seu oposto, que a expansão fiscal é contracionista – segundo a qual o aumento do gasto público deteriora as expectativas e provoca aumento da taxa de juros, contraindo o investimento privado mais que compensando o efeito expansivo do gasto público; e (iii) a teoria fiscal dos preços, segundo a qual o gasto público deficitário e o aumento da dívida pública deterioram as expectativas de inflação (Lopreato, 2006).

Diversos são os motivos que provocam o aumento da dívida pública. O mais conhecido é o déficit público nominal, que, por sua vez, soma ao resultado primário a despesa com os juros que incidem sobre a dívida pública. Ou seja, a taxa de juros determinada no âmbito da política monetária também influencia a trajetória da dívida pública. Além disso, as próprias operações de gestão da liquidez da economia – atualmente, as operações compromissadas – também determinam o aumento ou a redução da dívida, se houver novas emissões líquidas, ou a sua redução, se houver resgate líquido. Além disso, do ponto de vista contábil, como a mensuração da dívida pública é feita em reais, depreciações e apreciações cambiais aumentam ou reduzem a parte da dívida pública externa quando convertida em reais. Em suma, a trajetória da dívida pública não está restrita apenas à política fiscal. Finalmente, como a dívida pública é medida como proporção do PIB, as taxas de crescimento do produto também impactam a trajetória do indicador.

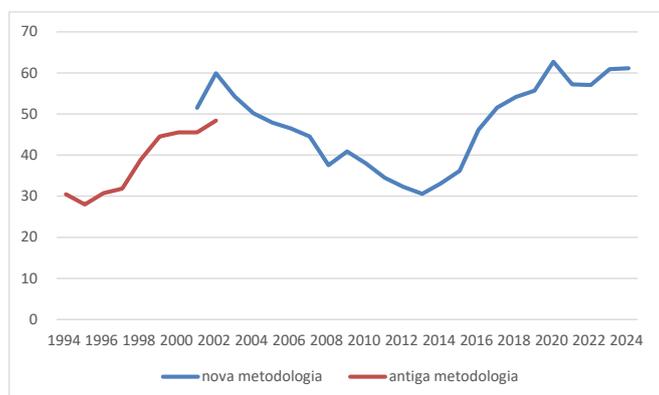
Dado o exposto, é fácil perceber que estabilizar ou reduzir a relação dívida pública/PIB por meio de superávits primários constitui uma escolha de natureza política. Alternativamente, seria possível alcançar este resultado por meio de um *mix* de políticas

fiscal, monetária e cambial, visando múltiplos objetivos, como a geração de empregos, a melhoria da distribuição da renda, e o aumento da competitividade da economia. No NCM, como a meta de inflação constitui o principal objetivo do regime de política macroeconômica (Mishkin, 2011), o pressuposto é que o Banco Central deve ter independência para fixar a taxa básica de juros sem preocupar-se com os impactos fiscais ou cambiais, e a política fiscal é quem deve ajustar-se, buscando uma meta de resultado primário compatível com a estabilização ou redução da dívida. Além disso, se a taxa de juros for maior que a taxa de crescimento do PIB, a trajetória da dívida pública/PIB somente pode ser estabilizada ou reduzida mediante superávits primários capazes de contrapor o efeito da taxa de juros sobre o crescimento do numerador.

No Brasil, a principal variável monitorada é a dívida líquida do setor público consolidado, conceito que consolida ativos e passivos do governo geral (governo federal, INSS e Banco Central), empresas estatais, estados e municípios. Depois de 2014, a dívida bruta também passou a ser objeto de monitoramento, e os motivos serão expostos adiante.

A trajetória da dívida líquida do setor público como proporção do PIB (doravante DLSP/PIB) pode ser visualizada na figura 1. A figura mostra três períodos muito bem definidos. O primeiro, do Plano Real até 2002, de crescimento persistente da DLSP/PIB. Como já foi apontado na seção dois, para frear o crescimento da DLSP/PIB, o governo FHC, por força de um acordo celebrado com o FMI, estabeleceu metas de superávit primário para o setor público consolidado de 2,6% do PIB em 1998, 2,8% para 1999, e 3% para 2000. Esta meta seria alcançada por meio de medidas de cortes dos gastos públicos, combinada com aumento de carga tributária.

Figura 1 – Dívida líquida do setor público (% do PIB)



Nota: A nova metodologia exclui Petrobras e Eletrobras, foi adotada em 2009, e retroagiu até dezembro de 2001.

Fonte: BCB

A sistemática de metas de resultado primário foi incorporada na Lei Complementar nº 101/2001, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Esta lei estabeleceu que as metas devem constar da Lei de Diretrizes Orçamentárias, e ser acompanhadas a cada bimestre, procedendo a limitação de empenho (o chamado contingenciamento das despesas) sempre que forem identificados riscos de descumprimento da meta oriundos: de frustração de arrecadação, de crescimento de despesas obrigatórias acima do esperado, entre outros. Na prática, a LRF condiciona o aumento de despesas primárias ao das receitas primárias.

Conforme os dados da figura 1, a DLSP/PIB continuou a subir mesmo com superávits primários superiores a 3% do PIB (tabela 1). Isto ocorreu porque a despesa com juros, como reflexo da política monetária, foi sempre superior ao superávit primário, incorrendo em déficits nominais. Além disso, a depreciação cambial também provocou o crescimento da dívida líquida externa, contribuindo para o aumento da DLSP/PIB.

Tabela 1 – DLSP/PIB: fatores condicionantes, 1995/2024 (%)

	1996	97	98	99	2000	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10
Varição da DLSP/PIB	2,7	1,1	7,1	5,6	1,0	2,9	8,4	-5,7	-4,1	-2,3	-1,4	-1,9	-7,0	3,3	-2,9
Déficit nominal	5,1	5,3	6,9	4,9	3,2	3,1	4,4	5,2	2,9	3,5	3,6	2,7	2,0	3,2	2,4
Resultado primário	0,1	0,9	0,0	-2,7	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-3,7	-3,7	-3,2	-3,2	-3,3	-1,9	-2,6
Juros	5,0	4,5	6,9	7,5	6,3	6,4	7,6	8,4	6,6	7,3	6,7	6,0	5,3	5,1	5,0
Ajuste cambial	0,2	0,4	0,7	6,0	1,5	2,3	9,8	-3,8	-0,9	-0,9	-0,3	0,8	-2,5	2,4	0,5
Cresc. do PIB	-4,2	-2,9	-0,7	-5,7	-2,8	-4,3	-6,0	-8,0	-6,6	-4,9	-4,8	-5,3	-5,6	-2,5	-5,8
Outros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9	0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,9	0,2	0,0
	2011	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
Varição da DLSP/PIB	-3,5	-2,2	-1,7	2,5	3,1	10,6	5,4	2,5	2,0	8,1	-5,3	1,2	4,8	0,7	
Déficit nominal	2,5	2,3	3,0	6,0	10,4	9,0	7,8	7,1	5,9	13,6	4,4	4,6	8,9	8,5	
Resultado primário	-2,9	-2,2	-1,7	0,6	1,9	2,5	1,7	1,6	0,9	9,4	-0,7	-1,3	2,3	0,4	
Juros	5,4	4,4	4,7	5,5	8,5	6,5	6,1	5,6	5,1	4,2	5,2	5,9	6,6	8,0	
Ajuste cambial	-1,5	-1,2	-1,8	-1,7	-6,5	3,2	-0,2	-2,5	-0,7	-4,3	-1,2	1,0	0,9	-2,9	
Cresc. do PIB	-4,2	-3,1	-3,1	-2,0	-1,2	-1,5	-2,1	-2,1	-2,7	-0,3	-8,7	-5,7	-4,0	-4,4	
Outros	-0,2	-0,2	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,9	0,2	1,3	-1,0	-0,4	

Fonte: BCB. Até 2001: inclui Petrobras e Eletrobras.

Tabela 2 – DLSP/PIB: fatores condicionantes, 2003/2024, por período (%)

	Acumulado no período						Média por período					
	2003-05	2006-13	2014-19	2020	2021-22	2023-24	2003-05	2006-13	2014-19	2020	2021-22	2023-24
Varição da DLSP/PIB	-12,0	-17,3	26,1	8,1	-4,1	5,5	-4,0	-2,2	4,3	8,1	-2,0	2,7
Déficit nominal	11,6	21,6	46,3	13,6	9,1	17,4	3,9	2,7	7,7	13,6	4,5	8,7
Resultado primário	-10,7	-21,1	9,1	9,4	-2,0	2,7	-3,6	-2,6	1,5	9,4	-1,0	1,3
Juros	22,3	42,7	37,2	4,2	11,1	14,7	7,4	5,3	6,2	4,2	5,5	7,3
Ajuste cambial	-5,6	-3,6	-8,5	-4,3	-0,2	-2,1	-1,9	-0,5	-1,4	-4,3	-0,1	-1,0
Cresc. do PIB	-19,6	-34,4	-11,6	-0,3	-14,5	-8,4	-6,5	-4,3	-1,9	-0,3	-7,2	-4,2
Outros	1,6	-0,9	-0,1	-0,9	1,5	-1,3	0,5	-0,1	0,0	-0,9	0,8	-0,7

Fonte: Tabela 1, elaboração própria.

A análise dos fatores condicionantes mostra que: (i) em todo o período, os juros são o principal fator a determinar a expansão da DLSP/PIB, em uma média anual de incríveis 6% do PIB (tabela 2); (ii) nos anos em que houve superávit primário, este contribuiu para reduzir a DLSP/PIB em média 2,4% a.a., mas, conforme explicitamos em (i), este impacto

foi mais que compensado pelos juros; (iii) nos anos em que houve déficit primário, este contribuiu com uma média de 4,1% a.a. para o crescimento da DSLP/PIB, mas se dessa conta excluirmos o ano de 2020, da pandemia da covid-19 (quando o déficit primário foi de 9,4% do PIB), a sua contribuição anual para o crescimento da dívida cai em 1,4% do PIB; (iv) quanto ao ajuste cambial: até 2005, quando o setor público era devedor líquido em moeda estrangeira, a apreciação cambial ocorrida a partir de 2003 contribuiu para a redução da dívida, mas passou a contribuir para o seu crescimento a partir de 2006, quando o setor público se tornou credor líquido em dólares. Mas como a partir de 2011 o Real passou a se depreciar, a contribuição passou a ser de redução da DLSP/PIB; (v) o crescimento do PIB, por definição, sempre contribui para reduzir a DLSP/PIB. Como os fatores condicionantes são medidos a preços correntes, e o PIB nominal cresce¹ mesmo nos anos de queda do PIB real, sua contribuição é sempre no sentido de reduzir a relação DLSP/PIB. Mas, claro, nos anos de estagnação econômica, esta contribuição foi menor.

Os dois primeiros governos Lula (2003-2010) compatibilizaram o cumprimento das metas com crescimento do gasto, já que a arrecadação também cresceu. Nos seus primeiros meses, o governo elevou a Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL) e instituiu a contribuição previdenciária a servidores públicos aposentados. Além disso, a retomada do crescimento do PIB, do emprego, e da formalização do mercado de trabalho provocaram o aumento da arrecadação de impostos e de contribuições previdenciárias (Araujo, 2021). O governo Lula encontrou espaço para flexibilizar a rigidez da regra fiscal imposta pela LRF estabelecendo um dispositivo que permitiu o abatimento dos investimentos públicos no âmbito do Programa Piloto de Investimentos (PPI, entre 2003 e 2005) e do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC, entre 2006 e 2010) da meta de resultado primário. Deste modo, poderiam ser obtidos superávits primários inferiores à meta sem que ela fosse considerada descumprida.

A política fiscal constituiu um poderoso instrumento anticíclico como resposta à eclosão da crise financeira internacional, em setembro de 2008. Para isso, o governo Lula reduziu a meta de superávit primário, de modo a permitir preservar gastos importantes, em especial investimentos públicos, e também desonerar do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) os setores: automotivo, de eletrodomésticos de linha branca, e moveleiro. Essas políticas se mostraram decisivas para sustentar o nível de emprego e renda mediante a perda de arrecadação provocada pela crise.

¹ Desde o início da mensuração do PIB a critérios das contas nacionais, em 1948, o Brasil jamais vivenciou uma situação de queda nominal do PIB.

A partir do governo Dilma Rousseff, iniciado em 2011, os indicadores de finanças públicas começam a se deteriorar. Em particular, a partir de 2014 a DLSP/PIB volta a crescer (figura 1), e o governo central não consegue mais gerar superávits primários, contaminando o resultado do setor público consolidado (tabela 1). Os motivos para a deterioração desses indicadores serão apontados a seguir – alguns, já consagrados na literatura econômica, outros ainda são objeto de dissenso.

Como forma de estimular o investimento privado, o governo Dilma, talvez inspirado nas bem-sucedidas desonerações de IPI do segundo governo Lula, desonerou a folha de pagamentos. Essas desonerações ocorreram em contexto de desaceleração econômica, reforçando a perda de arrecadação que o movimento cíclico da economia já provocava. Para conciliar a perda de arrecadação com o cumprimento das metas, foi necessário reduzir a velocidade da expansão do investimento público. Segundo Gentil e Hermann (2017), as renúncias fiscais do governo central passaram de 1,4% do PIB em 2004 para 4,5%, e a taxa média anual de crescimento do investimento público passou de 35,3% entre 2007 e 2010 para 0,7% entre 2011 e 2014.

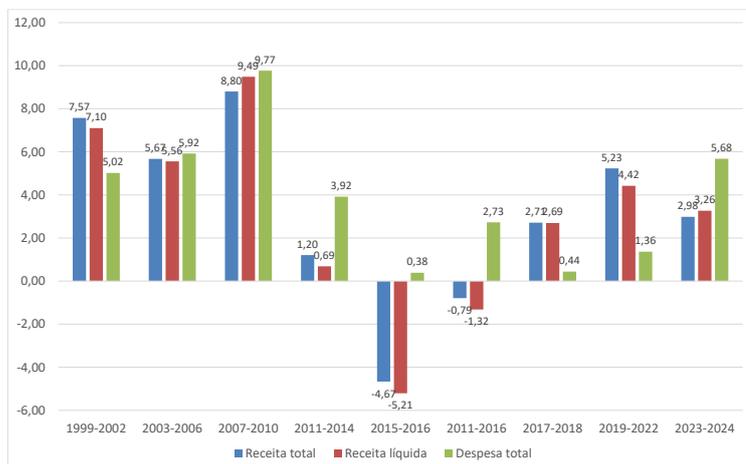
O primeiro governo Dilma é comumente caracterizado pela tradição ortodoxa por ter promovido uma “gastança”, mas a taxa de crescimento do gasto do governo central desacelerou fortemente nesse mandato em comparação com os dois governos Lula, tendo sido menor até do que a do segundo governo FHC, considerado austero (figura 2).² Todavia, a desaceleração da arrecadação foi mais intensa, reduzindo o superávit primário e provocando déficit a partir de 2014. Chernavsky, Dweck e Teixeira (2020) mostraram que foi a desaceleração cíclica que provocou a perda de arrecadação, desautorizando os diagnósticos que atribuem a desaceleração econômica e a recessão de 2015-16 à “gastança”.

Tampouco a “gastança” poderia explicar o crescimento da DLSP/PIB pois, como mostramos no início desta seção, o déficit primário explica muito pouco o crescimento da dívida. Quanto a esta última, também costuma-se atribuir o seu crescimento às operações de empréstimo realizadas pelo Tesouro Nacional (TN) ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Entre 2008 e 2014, esses empréstimos totalizaram R\$ 420 bilhões a preços correntes (Pereira e Miterhof, 2018, p. 876). Bolle (2015), atribui o forte crescimento da dívida bruta à essas operações, mas curiosamente,

² As médias anuais diluem os efeitos das chamadas “pedaladas fiscais”, como foram popularizados os acúmulos de passivos contingentes decorrentes das práticas de contabilidade criativa, já que as “pedaladas” foram quitadas em dezembro de 2015, ano no qual foram contabilizadas no gasto e no déficit primário.

a dívida bruta medida como proporção do PIB cai até 2015, quando essas operações já não eram mais realizadas (figura 3). A partir de 2015, o BNDES passou a pagar antecipadamente esses empréstimos, seguindo recomendação do Tribunal de Contas da União.

Figura 2 – Receita e despesa do governo central, taxa de crescimento real, médias anuais (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Receita Federal

Figura 3 – Dívida bruta do governo central (% do PIB)



Fonte: BCB

O governo de Michel Temer (2016-2018), que assumiu após o impeachment de Dilma Rousseff, introduziu uma nova regra fiscal, ainda mais rígida do que a LRF: por meio da Emenda Constitucional nº 95/2016, estabeleceu que, nos 20 anos seguintes, o crescimento do gasto primário do governo central ficaria restrito à inflação. Na prática, isso significava um congelamento do valor real do gasto primário aos montantes executados em 2016. A rigidez da regra não foi capaz de conter o crescimento da dívida pública, seja no conceito bruto, seja no líquido (figuras 1 e 3), nem de gerar superávits primários (tabela 1). Durante a pandemia da covid-19, o teto de gastos precisou ser descumprido, conforme dispositivo já previsto na própria EC/95. O governo de Jair Bolsonaro (2019-2022) furou o teto em

mais de R\$ 800 bilhões (Gabinete de Transição Governamental, 2022, p. 11), atestando a disfuncionalidade da EC/95 mesmo em um governo de orientação liberal.

Com efeito, o terceiro governo Lula conseguiu aprovar, ainda durante a transição, por meio de um dispositivo constitucional, uma espécie de “licença para gastar” em seu primeiro ano de governo, e em seguida apresentou, por meio de seu ministro da Fazenda, Fernando Haddad, o Novo Regime Fiscal Sustentável. Também chamado de “Novo Arcabouço Fiscal”, a nova regra combina uma meta de gasto com uma meta de resultado primário. A partir de sua vigência, a meta de resultado primário agora comporta um centro e um intervalo para mais ou para menos; se esta meta for cumprida, o gasto pode crescer no ano seguinte em até 70% do crescimento da receita, limitado a um crescimento real de 2,5%; do contrário, o crescimento do gasto fica limitado a 50% do crescimento da receita; o arcabouço também estabelece um piso de expansão do gasto, de 0,6% acima da inflação, caso a receita cresça abaixo desse percentual, ou encolha.

Esta regra é, obviamente, mais flexível que o teto de gastos instituído pela EC/95. Quanto à LRF, é mais flexível porque estabelece um intervalo para a meta de resultado primário, mas mantém uma regra que limita a expansão do gasto de forma mais rígida que a estabelecida na LRF. Enquanto esta última limitava a expansão do gasto à expansão das receitas na mesma magnitude, na proporção de 1:1, o novo arcabouço limita a expansão do gasto a 70% (ou 50%, caso a meta de resultado primário do ano anterior não tenha sido cumprida) da expansão das receitas, ou a 2,5% acima da inflação, o que ocorrer primeiro.

Na próxima seção discutiremos a política monetária, ou, mais especificamente, a gestão e a operacionalização do RMI e de sua contraparte, a política cambial.

4. O balanço do RMI e do câmbio flutuante

Na tabela 3 a seguir, apresentamos o centro e o intervalo das metas de inflação estabelecidas pelo CMN desde 1999 até 2024. Conforme os dados nela exibidos, dos 25 anos em tela, em 9 a inflação ficou fora da meta, e desses, apenas em um ficou abaixo do limite inferior, e em oito, acima do limite superior.

O RMI foi implantado sob a gestão de Armínio Fraga Neto no Banco Central, e Pedro Malan no Ministério da Fazenda. Nos primeiros anos após o seu estabelecimento, as metas de inflação eram decrescentes, e partiram de uma meta de 8% para o ano de 1999, até 3,5% em 2002, sempre com dois pontos percentuais de intervalo. A economia brasileira estava sob o impacto de uma crise cambial, e a inflação se acelerou rapidamente: em dezembro de 1998 a inflação acumulada em 12 meses era de 1,6%, e em

junho de 1999, mês da implantação do RMI, já estava em 3,3%; todavia, as instabilidades da taxa de câmbio e a demora no repasse cambial elevariam a inflação para 8,9% em dezembro daquele ano (Figura 4). Somente em 2000 é que a inflação em 12 meses desaceleraria. Os anos de 2001 e 2002 foram de muita volatilidade na taxa de câmbio, decorrente de instabilidades nos mercados financeiros internacionais,³ mas também de instabilidades domésticas no ano em que ocorreu a eleição presidencial que elegeu Lula, em 2002.

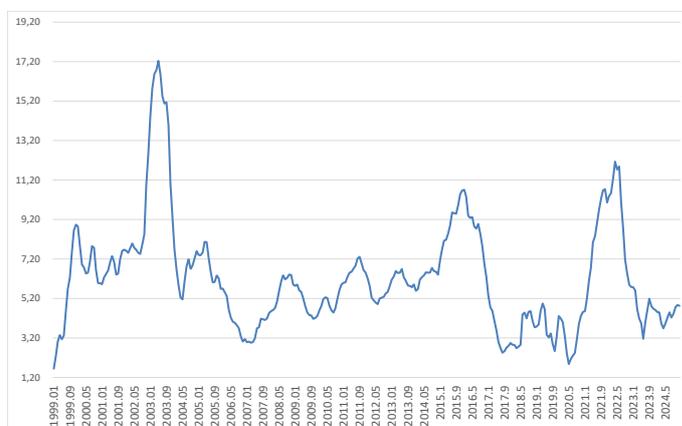
Tabela 3: Metas de inflação no Brasil e inflação efetiva (%)

Ano	Meta	Intervalo	IPCA efetivo	Ano	Meta	Intervalo	IPCA efetivo
1999	8	6,0 - 10,0	8,94	2012	4,5	2,5 - 6,5	5,84
2000	6	4,0 - 8,0	5,97	2013	4,5	2,5 - 6,5	5,91
2001	4	2,0 - 6,0	7,67	2014	4,5	2,5 - 6,5	6,41
2002	3,5	1,5 - 5,5	12,53	2015	4,5	2,5 - 6,5	10,67
2003	8,5*	6,5 - 10,5	9,30	2016	4,5	2,5 - 6,5	6,29
2004	5,5*	3,0 - 8,0	7,60	2017	4,5	3,0 - 6,0	2,95
2005	4,5	2,0 - 7,0	5,69	2018	4,5	3,0 - 6,0	3,75
2006	4,5	2,5 - 6,5	3,14	2019	4,25	2,75 - 5,75	4,31
2007	4,5	2,5 - 6,5	4,46	2020	4	2,5 - 5,5	4,52
2008	4,5	2,5 - 6,5	5,90	2021	3,75	2,25 - 5,25	10,06
2009	4,5	2,5 - 6,5	4,31	2022	3,5	2,00 - 5,00	5,79
2010	4,5	2,5 - 6,5	5,91	2023	3,25	1,75 - 4,75	4,62
2011	4,5	2,5 - 6,5	6,50	2024	3	1,5 - 4,5	4,86

(*) Meta ajustada

Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 4 – Inflação medida pelo IPCA acumulada em 12 meses (%)



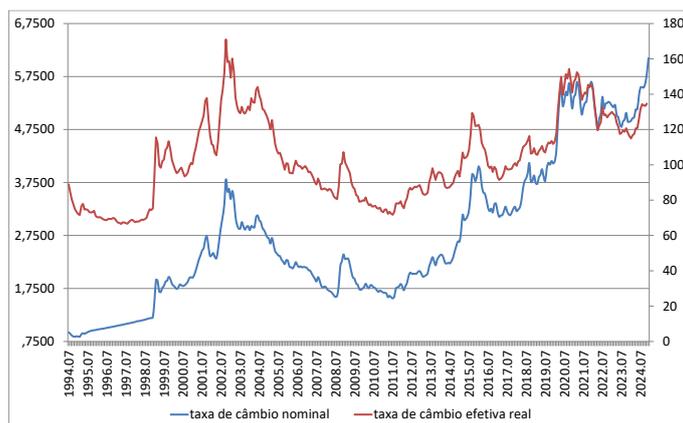
Fonte: IBGE, elaboração própria

Como era de se esperar, a substituição de um regime de câmbio semi-fixo por flutuante foi um dos fatores a permitir a redução da taxa básica de juros. Todavia, nesses primeiros anos, as taxas de juros nominal e real permaneceram elevadas (figura 6). Esta redução foi considerada insuficiente para tirar a economia brasileira da estagnação, e a taxa média de crescimento do PIB seguiu em torno de 2% a.a., e, ao término do segundo

³ Vindas dos EUA, na seqüência: fraudes contábeis nas empresas de energia, deflação de ativos no setor de tecnologia, e atentados terroristas em Nova Iorque e no Pentágono; da Argentina, a crise decorrente da mudança do regime cambial e monetário.

governo FHC, a taxa de desemprego se aproximou dos 10%. O balanço desses anos iniciais foi de inflação acima da meta em dois dos quatro anos da gestão de Armínio Fraga Neto na presidência do Banco Central. No debate econômico, eram comuns as avaliações pessimistas quanto à capacidade do RMI em conciliar inflação baixa e retomada do crescimento do produto e do emprego (Sicsú, 2007, cap. 14, e Carcanholo, 2010).

Figura 5 – Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$, eixo esquerdo) e efetiva real (número índice, jul/1994 = 100)



Fonte: BCB/SGST (índice da taxa de câmbio real) e Ipeadata (taxa de câmbio nominal)

Figura 6 – Taxa básica de juros Selic, nominal e real (%)



Fonte:

Os governos do Partido dos Trabalhadores (Lula, entre 2003 e 2010, e Dilma, entre 2011 e 2016) promoveram uma flexibilização do regime de metas inflacionárias. Esta flexibilização teve início ainda em 2003, quando o governo recém empossado ajustou as metas inflacionárias. Conforme decisão do CMN tomada ainda no segundo governo FHC, as metas de inflação para 2003 e 2004 eram de 3,5%, com limite de tolerância de 5,5%. O ano de 2002 encerrou com a inflação acima de 12%, e o esforço de convergência rápida para a meta submeteria a economia brasileira a uma recessão, posto que, nos marcos do RMI, exigiria um aumento da taxa básica de juros demasiadamente intenso. O governo

então optou por uma estratégia gradualista, ajustando a meta dos três anos seguintes, cujo centro seria de 8,5% em 2003, 5,5% em 2004, e 4,5% em 2005, com impacto também na banda, que seria aos poucos apertada. Após a substituição de Antonio Palloci por Guido Mantega no Ministério da Fazenda, em 2006, o centro da meta foi mantido em 4,5% até 2016, com intervalo dois pontos percentuais acima ou abaixo.⁴ Na prática, isto significa maior flexibilidade ao Copom na determinação da taxa Selic.

O princípio de funcionamento do RMI supõe que os principais canais de transmissão da política monetária são o crédito e as expectativas. No primeiro caso, elevações/reduções da taxa de juros encarecem/barateiam o crédito, afetando o consumo e o investimento; no segundo, a ancoragem de expectativas de inflação contribui para um processo de formação de preços compatível com a convergência para a meta de inflação. Entretanto, os trabalhos de Serrano (2010), Braga (2013), Bastos e Braga (2010), Braga e Summa (2016), Ferreira e Alves (2019) mostraram que no Brasil o principal canal de transmissão tem sido a taxa de câmbio: os ciclos de elevação da taxa de juros no Brasil elevam o diferencial entre taxas de juros doméstica e externa, elevando os fluxos de capitais de curto prazo para o País, contribuindo para apreciar a taxa de câmbio, operando um choque de custos capaz, inclusive, de compensar outros choques negativos de custos, como aumentos de salários e de preços de *commodities*. De fato, desde a adoção do RMI em 1999, todos os anos em que a inflação excedeu o teto da meta coincidiram com depreciações cambiais rápidas e acentuadas: 2001, 2002, 2015, 2021, 2022 e 2024. A taxa de câmbio seguramente não constitui a única razão – guerras, aumentos de preços de *commodities*, condições climáticas adversas provocando aumento de preços de alimentos e de energia elétrica, pressões de custos oriundos de maior poder de barganha dos trabalhadores em reajustar salários também são fatores que exerceram pressão inflacionária em momentos distintos. Mas sempre que esses fenômenos ocorreram em contexto de apreciação cambial, foi possível conciliá-los com a meta inflacionária.

Como mostra a figura 5, entre 2003 e 2010 a taxa de câmbio sofreu uma tendência quase inexorável à apreciação, apenas interrompida brevemente entre o último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009 como decorrência da fuga de capitais provocada com a eclosão da crise financeira internacional, mas os fluxos de capitais externos foram restabelecidos no início de 2009, e o Real voltou a se apreciar.

⁴ Paula e Oreiro (2021) preferem datar essa flexibilização a partir do momento em que Mantega assume Fazenda.

A Figura 7 a seguir mostra a trajetória da taxa Selic de 1999 a 2024. Durante os dois primeiros governos Lula, a Selic descreveu trajetória de queda no longo prazo, mas teve quatro ciclos de alta: no início de 2003 até o mês de junho, quando se inicia o ciclo de queda; de setembro de 2004 a agosto de 2005, quando se inicia o novo ciclo de queda; de abril de 2008 a janeiro de 2009; e a partir de abril de 2010. Em todos esses quatro ciclos de aumento da Selic, o valor máximo alcançado pela Selic foi sempre inferior ao teto do ciclo de aperto anterior, configurando uma trajetória média de queda da taxa básica de juros. Mas a tendência de redução média da taxa básica de juros não reverteu a tendência à apreciação cambial (figura 5). Duas condições internacionais permitiram que fosse possível conciliar a redução da Selic com a apreciação cambial. A primeira delas foi o ciclo expansivo de *commodities*, que assegurou a inédita obtenção de cinco anos seguidos de superávits em transações correntes pelo Brasil. A segunda foi o ciclo expansivo de liquidez, com taxas de juros internacionais baixas (Araujo, 2021) e um apetite voraz dos investidores externos por ativos denominados em moeda periférica, incluindo o Real. A Selic pôde cair, desde que mantido um diferencial positivo com relação à taxa internacional, para assegurar a apreciação cambial. Por sua vez, foi a apreciação cambial que impediu que o *boom* de preços internacionais de *commodities* não se convertesse em inflação aberta, compensando integral ou parcialmente os seus impactos sobre os preços domésticos. Este foi um período *sui generis* e raro, já que outros episódios de elevação de preços internacionais de *commodities* não resultaram superávit em transações (como o ocorrido entre 2021 e 2022), ou não foram acompanhados por um fluxo de capitais externos tão abundante.

Figura 7 – Taxa Selic nominal e real (% ao ano)



Nota: Taxa Selic real ex-post.

Fonte: Ipeadata, deflacionado pelo IPCA.

Esse mesmo ingresso de dólares que provocou a valorização do Real também permitiu o forte acúmulo de reservas internacionais, especialmente após 2006. Isto permitiu ao governo brasileiro antecipar o pagamento dos empréstimos do Fundo Monetário Internacional, não tendo mais de submeter-se ao monitoramento periódico de seu *staff*. São dois os principais benefícios do acúmulo de reservas. O primeiro consiste na blindagem da economia brasileira às crises cambiais clássicas, provocadas por parada súbita de financiamento externo e seguido de interrupção dos pagamentos externos, desvalorização cambial, inflação, e políticas de redução da absorção doméstica. O segundo consiste na redução estrutural do risco país (Aidar e Braga, 2020), permitindo uma redução mais persistente dos juros internos. Por outro lado, a economia brasileira não ficou imune a episódios de depreciações cambiais rápidas e intensas, como a ocorrida durante a própria crise financeira internacional de 2008, e também em 2015 e 2020.

De todo modo, é importante ressaltar que as boas condições internacionais vigentes permitiram ao Brasil encontrar margem de manobra para conciliar a redução da taxa básica de juros com a apreciação cambial. Enquanto a primeira permitiu criar as condições macroeconômicas para a retomada sustentada do crescimento do produto e do emprego – embora não fosse condição suficiente –, a segunda foi crucial para a estabilidade de preços. Não se está, com isso, advogando aqui a tese de que a melhora do desempenho da economia brasileira durante os dois primeiros governos Lula deve ser integralmente atribuída ao cenário internacional. Seu governo teve o mérito de, sob condições internacionais mais favoráveis e maior margem de manobra, implementar políticas capazes de dinamizar a demanda doméstica, promovendo políticas de transferência de renda, de ampliação dos empregos, salários e massa salarial, do crédito, e do investimento público. Em outros períodos históricos, a margem de manobra obtida por meio de melhoria do cenário internacional foi utilizada para executar políticas concentradoras de renda, como nos anos do assim chamado milagre econômico (1968-1974). Sem entrar no mérito da disputa entre o peso que deve ser atribuído aos determinantes externos ou internos para explicar o melhor desempenho econômico nos anos Lula 1 e 2, é lícito atribuir o esse desempenho econômico a uma combinação entre um cenário externo virtuoso e políticas internas desenhadas com o intuito de estimular o crescimento econômico. Por outro lado, taxas médias anuais de crescimento do PIB de 4% constituem um feito extraordinário nos marcos de uma economia estagnada desde os anos 1980, mas são inferiores à média do assim chamado período desenvolvimentista (7,5% a.a. entre 1948 e 1980), embora compatíveis com a média mundial (4,1% a.a.).

O longo período de apreciação cambial ensejou um debate a respeito dos seus efeitos sobre a indústria de transformação no Brasil. Possivelmente motivada pela desindustrialização ocorrida nos anos 1990, associada à abertura comercial e à sobrevalorização cambial na esteira do Plano Real (Carneiro, 2002; Salm, Sabóia, Carvalho, 1997; Ferraz, Kufper, Iooty, 2004), a hipótese de continuidade da desindustrialização na primeira década dos anos 2000 foi defendida por Bresser-Pereira (2009) e Oreiro e Feijó (2010), entre outros. Nesta etapa, a desindustrialização estaria associada à doença holandesa, fenômeno que poderia se perpetuar face às projeções do Brasil tornar-se um grande exportador de petróleo após a descoberta de volumes extraordinários desta *commodity* na camada pré-sal.⁵ O mecanismo de transmissão entre a apreciação cambial e a desindustrialização residiria na perda de lucratividade e de competitividade da indústria de transformação brasileira, induzindo à substituição de produção doméstica por importada. Por sua vez, a causa da apreciação cambial residiria no manejo do RMI, com taxa básica de juros elevada, tornando o Brasil atraente para investidores externos, mas apreciando excessivamente o Real.

A preocupação com o futuro do desenvolvimento levou o governo Dilma Rousseff, iniciado em 2011, a apostar na substituição do binômio juros altos-câmbio baixo, até então em vigor, por juros baixos-câmbio alto. Nos primeiros meses de seu governo, optou por utilizar políticas monetárias não convencionais, como as medidas macroprudenciais, para perseguir as metas inflacionárias, bem como perseguir a meta cheia de superávit primário. O objetivo era reverter a trajetória de apreciação cambial e manter a taxa básica de juros em trajetória compatível com a continuidade do crescimento do produto e do emprego. As primeiras medidas macroprudenciais foram adotadas no fim do segundo governo Lula, e consistiram no aumento do capital mínimo para operações de crédito para financiamento de veículos e para pessoas físicas em geral, extinção gradual dos depósitos com garantia integral do Fundo Garantidor de Crédito, e elevação dos depósitos compulsórios sobre depósitos à vista. No governo Dilma, sob o comendo de Alexandre Tombini no Banco Central, novas medidas macroprudenciais foram adotadas, como o aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras sobre as operações de crédito (Prates *et al.*, 2014). O objetivo agora, além de assegurar a estabilidade do sistema

⁵ Mesmo a hipótese de desindustrialização nos anos 2000 é controversa. Ver, a este respeito, Squeff (2012), Morceiro (2012), Alves-Passoni (2023). Todavia, o importante é que esta hipótese se fortaleceu no debate econômico brasileira entre o fim da primeira década de 2000 e o início da década de 2010.

financeiro, era evitar sobrecarregar a política monetária – em outras palavras, conter a expansão do crédito usando medidas macroprudenciais, em vez de elevações na Selic.

Esta troca somente pode ser compreendida nos marcos de um diagnóstico de inflação por excesso de demanda, por meio da ação do canal do crédito. Sob este ponto de vista, assumindo-se o funcionamento canônico dos canais de transmissão da política monetária, a opção do governo Dilma pode ser compreendida como uma escolha que recai sobre quais modalidades de crédito devem ser contidas: o crédito às pessoas físicas destinadas ao consumo de bens duráveis. Além disso, esta alternativa permitiria conciliar o combate à inflação por excesso de demanda com uma taxa de câmbio que se desejava depreciada, compatível com a recuperação da rentabilidade e competitividade da indústria, com o intuito de reverter a desindustrialização em curso.

Ainda assim, o governo Dilma, em seus primeiros meses, deu sequência ao ciclo de elevação da Selic em curso desde o final do governo Lula 2. A taxa de câmbio continuou a se apreciar, e o Ministério da Fazenda, liderado por Guido Mantega, estabeleceu medidas de controle cambial, com maior regulação dos mercados de derivativos de câmbio em substituição às operações de acúmulo oneroso de reservas internacionais (Prates *et al.*, 2014). Entretanto, a taxa de câmbio permaneceu em apreciação. Somente após a eclosão da crise da Zona do Euro, a partir de setembro de 2011, é que a taxa de câmbio reverteu essa trajetória (figura 5), que, desde então, jamais foi revertida, salvo em períodos muito curtos, caracterizando muito mais instabilidades e volatilidades do que uma trajetória de apreciação propriamente dita. E, é importante registrar, a tendência à depreciação cambial ocorrida desde então não reverteu a desindustrialização.

A mudança de tendência da taxa de câmbio pós 2011 teve implicações quanto à operacionalização do RMI: a pressão de custos exercida pela tendência à depreciação cambial retirou margem de manobra da política monetária. A obtenção da meta inflacionária, sob este novo contexto, exigiria a escolha de outras variáveis de ajuste. Decisão importante adotada foi não permitir que o esforço recaísse sobre os salários. O governo Dilma manteve a política de reajuste do salário mínimo acima da inflação, em vigor desde os governos Lula. A escolha então recaiu sobre o preço dos combustíveis, que passaram a ser reajustados pela Petrobras com defasagem e sistematicamente abaixo da inflação. Isto somente foi possível em razão do alto grau de verticalização da empresa, que atuava simultaneamente na extração de petróleo e gás, refino e comercialização de combustíveis.

Também controversa foi a política de juros básicos. A partir de agosto de 2011, o Copom iniciou um ciclo de redução da taxa Selic, motivado pelas perspectivas, rapidamente confirmadas, de maiores adversidades e volatilidades nos mercados financeiros internacionais decorrentes da crise da Zona do Euro. Este ciclo durou até março de 2013, e levou a taxa Selic ao seu piso histórico real desde o Plano Real. Em termos nominais a Selic chegou a 7,25% a.a., e taxa real de 0,62% a.a. nos 12 meses acumulados nesse mês. Mas a inflação no limite da meta no acumulado em 12 meses levou o Copom a reiniciar um novo ciclo de aperto da política monetária. Conforme a tabela 3, no primeiro governo Dilma, a inflação permaneceu na meta, mas agora mais próxima ao teto do que ao centro.

Reeleita para um segundo mandato presidencial, Dilma iniciou seu segundo governo com um forte ajuste fiscal. A economia esteve submetida a três choques de custos já nos primeiros meses de seu segundo governo. O primeiro foi um choque cambial, decorrente de fuga de capitais ocorridas desde a reeleição de Dilma, no final de outubro de 2014. O segundo foi um choque de preços de energia elétrica: a forte seca que atingiu o país em 2014 provocou a redução da disponibilidade hídrica nos reservatórios das principais usinas hidroelétricas do Centro-Sul, levando ao acionamento das usinas térmicas, cujo custo de geração é mais elevado, e repassado aos preços ao consumidor. Como parte do ajuste fiscal, foi extinto o subsídio à conta de energia elétrica, reforçando a adversidade deste choque. O terceiro foi o reajuste dos preços dos combustíveis, eliminando a defasagem provocada pela política que, conforme descrevemos acima, até 2014 reajustava esses preços sistematicamente abaixo da inflação. Sob essas pressões de custos, todo o esforço de convergência da inflação para a meta voltou a recair sobre a manipulação da taxa Selic, que atingiu 14,25% a.a. em julho de 2015. Neste ano, a inflação foi de 10,6%, portanto, acima do limite superior da meta estabelecida pelo CMN.

A inflação só voltaria a convergir para o centro da meta no governo de Michel Temer, que assumiu a Presidência da República após o golpe parlamentar na forma do *impeachment* da Presidenta Dilma. Em seu governo, importantes mudanças na (e para a) gestão do RMI foram adotadas. Tendo Henrique Meirelles no Ministério da Fazenda e Ilan Goldfajn no Banco Central, o CMN determinou a redução gradual do centro da meta de inflação, bem como das bandas que compõem o intervalo (tabela 3). Para a gestão do RMI, o governo promoveu uma modificação na política financeira que consistiu na substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pela Taxa de Longo Prazo (TLP).

Esta modificação foi inspirada na hipótese de mau funcionamento do canal do crédito na transmissão da política monetária. Uma parte do crédito bancário, o assim chamado crédito direcionado, não é sensível aos aumentos/às reduções da taxa Selic. Em particular, o crédito ofertado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) era regulado pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que desde 1999 era fixado pelo CMN sistematicamente abaixo da Selic, e nem sempre alinhada aos ciclos de aumento ou redução da taxa básica. O governo Temer então criou a Taxa de Longo Prazo (TLP), formada a partir da inflação medida pelo IPCA acrescida do prêmio pago pelos títulos de dívida interna mais longos (de prazo de cinco anos) emitidos pelo Tesouro Nacional. Com efeito, a taxa agora refletiria as condições de longo prazo vigentes nos mercados financeiros, mais sensível à Selic.

A convergência da inflação para a meta, contudo, foi facilitada principalmente em razão do novo ciclo de apreciação cambial iniciado logo após a posse de Temer, e também pela interrupção do ciclo de expansão dos salários acima da inflação, sob um cenário de economia em recessão e aumento do desemprego. A taxa Selic renovou, no governo de Temer, o piso nominal histórico pós-Plano Real, atingindo 6,5% a.a. em março de 2018, permanecendo neste patamar até julho de 2019, quando, já no governo de Jair Bolsonaro, foi iniciado novo ciclo de redução. O piso nominal recorde foi renovado em agosto de 2020, durante a pandemia da covid-19, quando a Selic nominal atingiu 2% a.a..

O presidente Jair Bolsonaro indicou Roberto Campos Neto para a presidência do Banco Central, e em seu governo foi aprovada, em 2020, a Lei Complementar nº 179/2021, que instituiu formalmente a autonomia do Banco Central, cujo presidente e diretores passam a ter mandatos fixos de quatro anos, podendo ser reconduzidos uma vez. No caso do presidente, seu mandato se inicia no terceiro ano do mandato presidencial; no caso da diretoria, a cada ano se iniciam os mandatos de dois diretores. Todos esses cargos são indicados pelo Presidente da República e dependem de aprovação do Senado Federal. Uma vez empossados, a substituição só pode ocorrer a pedido do próprio ocupante, por incapacitação motivada pela saúde, condenação judicial transitada em julgado, ou por desempenho insuficiente. Neste último caso, também é necessária a aprovação do Senado Federal. Bolsonaro reconduziu Campos Neto para a Presidência do BCB para o mandato 2021-2024, que então se tornou o mais longo do banqueiro central do Brasil.

O governo Bolsonaro manteve as metas declinantes de inflação. Ao término de seu governo, em 2022, o centro da meta era de 3,5%, e o limite superior, de 4,75% (tabela 3).

No primeiro ano de seu governo, a meta de inflação de 4,25% foi alcançada sem dificuldades, em um cenário de estabilidade dos principais preços da economia: taxa de câmbio, preço internacional das *commodities* e salários. A pandemia da covid-19 em 2020 trouxe novos desafios para o cenário inflacionário. A reversão dos fluxos de capitais externos provocou forte depreciação cambial de 30% entre fevereiro e maio de 2020. Entretanto, seus impactos sobre os custos de produção não seriam imediatamente repassados aos preços por diversas razões. Os efeitos do isolamento social sobre a oferta e a demanda agregadas traziam às empresas incertezas a respeito da própria capacidade de repassar os custos aos preços finais. Além disso, com a desarticulação das cadeias globais de suprimentos, e com a forte redução da produção e aumento dos estoques, simplesmente não havia custos a repassar. Também havia dúvidas a respeito da natureza da própria depreciação – se se tratava de um *overshooting*, ou se o câmbio se estabilizaria em novo patamar, mais depreciado. O governo brasileiro não dava manifestações públicas de preocupação com a depreciação do Real – ao contrário, o Ministro da Economia, Paulo Guedes, comemorava a possibilidade de vender parte das reservas internacionais e obter a extraordinária quantia de R\$ 500 bilhões. Por outro lado, a pandemia também provocou forte queda dos preços das *commodities* e dos salários, eliminando, ao menos temporariamente, as tensões inflacionárias. Sob este cenário, o Copom seguiu reduzindo a Selic, que atingiu o piso histórico nominal de 2% a.a. em agosto de 2020. Neste ano, a inflação terminou em 4,5%, pouco acima da meta central de 4%, e nos limites do intervalo de tolerância. Entretanto, ainda no final de 2020, o afrouxamento do isolamento social em diversos países trazia a perspectiva (não confirmada posteriormente) de rápida normalização da atividade econômica global, o que provocou forte recuperação dos preços das *commodities*, que seguiram em trajetória altista durante todo o ano de 2021, e se intensificaram após a eclosão da guerra entre Rússia e Ucrânia, em fevereiro de 2022.

A taxa de câmbio, por sua vez, se estabilizou entre R\$ 5 e R\$ 5,40/US\$. Conforme mostrou Lara (2021), entre março de 2020 e abril de 2021, a taxa Selic permaneceu abaixo do piso estabelecido pela taxa de juros internacional acrescida do prêmio de risco, determinando a depreciação do Real. Uma alternativa consistiria em reduzir a Selic de forma mais parcimoniosa nos limites desse piso, de modo a ao menos conter a depreciação do Real aos estritos limites da busca pela preferência pela liquidez em moeda forte – movimento comum em períodos de crise global –, mas sem reforça-la por meio de uma taxa de juros inferior à determinada pela condição de paridade internacional de juros.

Os efeitos inflacionários da depreciação do Real não tardariam a aparecer, e ainda seriam reforçados pela política de preços dos combustíveis. A opção do governo Bolsonaro em manter a política de paridade internacional de preços para os combustíveis – adotada durante o governo de Michel Temer em substituição à antiga política dos governos petistas, de reajustes discricionários e recorrentemente defasados e abaixo da inflação – se mostrou desastrosa em um cenário de forte aumento do preço internacional do petróleo e de depreciação do Real. Com efeito, o Banco Central iniciou, em março de 2021, um novo ciclo de aumento da Selic. A rapidez com que este ciclo ocorreu foi inédita desde a adoção do novo regime de política macro – a Selic atingiu 13,25% em junho de 2022, um aumento de mais de 10 p.p. em 15 meses. O ano de 2021 se encerrou com inflação de 10%, acima do limite superior da meta de 5,25% (tabela 3).

Em 2022, outros dois choques de custos se impuseram. O primeiro deles decorreu da guerra entre Rússia e Ucrânia, em fevereiro de 2022, e provocou forte aumento dos preços das *commodities*, em especial do petróleo e seus efeitos inflacionários foram intensificados pela política de preços da Petrobras, descrita acima. O segundo decorreu de um longo período de estiagem em 2021, que provocou uma crise hídrica que por pouco não se converteu em racionamento de energia, mas que levou ao acionamento das usinas térmicas e provocou forte reajuste da energia elétrica. No acumulado em 12 meses, a inflação atingiu 12,1% em abril de 2022, às vésperas da eleição presidencial na qual Bolsonaro disputaria a reeleição. Sob o risco eminente de derrota, Bolsonaro conseguiu autorização do Congresso Nacional para afrouxar as rígidas regras fiscais para acomodar uma desoneração de impostos federais aos combustíveis, em ação coordenada com os governos estaduais, que também desonerariam o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços, e assim reduzir os preços dos combustíveis sem ter que alterar a política de preços da Petrobras. A inflação foi então desacelerando, mas encerrou 2022 novamente acima do teto da meta.

O governo Lula 3 manteve o centro da meta em 3%, com intervalos de 1,5% para mais ou para menos. Nos dois primeiros anos do governo Lula 3, a ligeira tendência de apreciação cambial permitiu que a inflação voltasse a convergir para a meta. A manutenção da taxa básica de juros elevada – nominal e real – contribuem para explicar esta tendência. O Banco Central manteve até agosto de 2023 o ciclo de aperto da política monetária iniciado em 2021; todavia, o ciclo de queda iniciado nesse mês foi lento, o que foi objeto de críticas do Presidente da República, que iniciou seu mandato sob uma inédita situação: não dispor do controle das políticas monetária e cambial, executadas por um

banqueiro central indicado por um ex-presidente da República líder da oposição ao seu governo.

Em maio de 2024, Campos Neto compareceu a um jantar oferecido pelo governador do Estado de São Paulo, Tarcício de Fretas, ex-ministro do governo Bolsonaro, e pré-candidato à Presidência da República pela extrema-direita. O jantar ocorreu por ocasião da entrega de um prêmio oferecido a Campos Neto pela Assembleia Legislativa do Estado de São Paulo. Poucos dias depois, participando de palestra para investidores em Nova Iorque, Campos Neto fez alertas a respeito do risco fiscal, o que provocou imediata resposta dos operadores dos mercados financeiros, provocando uma depreciação cambial que acumulou 11% entre abril e agosto de 2024. O Copom então interrompeu o ciclo de redução da Selic, e iniciou outro ciclo de elevação da taxa básica de juros em setembro. Entre novembro e dezembro de 2024, o Real sofreu nova depreciação após o anúncio de um pacote de ajuste fiscal anunciado pelo ministro da Fazenda, Fernando Haddad. Ao todo, em 2025 o Real se depreciou em 24%. Diferentemente do ocorrido em 2021, os impactos desta depreciação não foram tão rapidamente intensificados porque o governo Lula adotou nova política de preços para a Petrobras, aplicando a paridade de preços internacionais com maior defasagem, retirando os efeitos decorrentes das volatilidades do câmbio e do preço internacional do petróleo. Todavia, isto não impediu que a inflação terminasse o ano em 4,8%, acima do teto da meta. Campos Neto terminou seus seis anos de presidência do Banco Central ostentando um desconfortante resultado: a inflação ficou acima da meta em três dos seus seis anos, equivalente a 50% de descumprimento. Este resultado só é similar ao obtido por Armínio Fraga Neto, presidente do BCB entre 1999 e 2002, que descumpriu a meta em dois de seus quatro anos.

Finalmente, o governo Lula 3 implantou, por meio do Decreto nº 12.079/2024 a assim chamada “meta contínua” de inflação: a partir de 2025, será considerada descumprida a meta sempre que a inflação acumulada em 12 meses ficar acima do teto da meta por seis meses consecutivos. Por um lado, esta medida atende a críticas quanto à excessiva rigidez na operacionalização do RMI ao mirar a meta de inflação para o ano-calendário, já que admite-se a existência de defasagens temporais nos mecanismos de transmissão da política monetária, mesmo supondo-se o seu bom funcionamento. Por outro lado, o Decreto prevê também que alterações na meta e no intervalo de tolerância podem ser propostos pelo Ministro da Fazenda ao CMN, mas, se aprovadas, devem só podem ser aplicadas decorridos 36 meses do anúncio.

5. Considerações finais

Os 25 anos de tripé macroeconômico foram marcados por um período de flexibilização de seus componentes, e de posterior enrijecimento. Todavia, na política fiscal, monetária e cambial, esses ciclos de flexibilização e enrijecimento não foram sincronizados. A flexibilização esteve contida nos governos petistas, e o enrijecimento, a partir do governo de Michel Temer, embora mantidos no governo Lula 3. Vejamos os resultados.

O enrijecimento das regras fiscais não estabilizou, tampouco reduziu, mas sim aumentou, a relação dívida/PIB. A redução da DLSP/PIB, e a estabilização da relação dívida bruta/PIB ocorreu mediante o que podemos chamar de flexibilização das regras, ainda que modesta. Foi o que ocorreu entre 2003 e 2013. Tendo buscado margem de manobra para ampliar o gasto público, a economia brasileira retomou a trajetória de expansão da renda e do emprego, o que permitiu aumento da arrecadação e a acomodação de uma política fiscal capaz de conciliar crescimento do gasto, alcance das metas de resultado primário, e redução da DLSP/PIB. O enrijecimento das regras, ao contrário, atuou como uma das forças que bloqueou a expansão da renda e do emprego, restringindo o próprio crescimento da arrecadação.

Além disso, a despesa primária pouco contribuiu para o crescimento da dívida pública. A tese da “gastança” não resiste a uma análise dos fatores condicionantes da DLSP. Claro está que a dívida tem absorvido os impactos da política monetária. Ao liberar a despesa com juros, mas impor limites à despesa primária, as regras estabelecidas desde 1999 ainda têm um impacto distributivo, já que os mais pobres no Brasil não são os recebedores dos juros, mas são os mais impactados pelas políticas públicas custeadas pela despesa primária restrita pelas regras.

Quanto à flexibilização do RMI, é fácil notar que assegurou o maior cumprimento das metas: entre 2003 e 2015, a inflação somente ficou acima da meta em um ano. Isto pode parecer um truísmo, mas se todos os demais episódios de inflação fora da meta ocorreram em momentos de maior rigidez – antes de 2003 ou depois de 2015 –, é sinal de que o enrijecimento do RMI trouxe disfuncionalidades à sua operacionalização. Mas, é importante que se diga: a principal disfuncionalidade não reside na taxa Selic alta. De fato, o enrijecimento do RMI pós-2016 não provocou Selic mais alta, como seria de se supor. Conforme os dados da tabela 4 abaixo, o período que consideramos de enrijecimento do RMI – pós-setembro de 2016 – tem taxas Selic nominal e real mais baixas do que no período de flexibilização, mesmo se excluirmos o período da pandemia. A rigor, o problema do enrijecimento do RMI reside na menor capacidade de absorver os

inúmeros choques aos quais a economia brasileira está submetido, especialmente seus impactos sobre a taxa de câmbio. Metas de inflação muito baixas são incompatíveis com a recorrência de episódios de depreciações cambiais rápidas e intensas a que a economia brasileira está submetida.

Tabela 4 – Taxa Selic nominal e real, médias por período (%)

Período	Selic nominal	Selic real
jun/1999 a dez 2024	12,33	5,72
jan 2003 a ago 2016	13,16	6,09
set 2016 a dez 2024	8,50	3,19
jan 2005 a ago 2016	12,08	5,73
set 2016 a dez 2019	8,06	5,70

Fonte: Ipeadata, elaboração própria. Deflacionado pelo IPC-A

Finalmente, inflação acima do teto da meta não necessariamente é o mesmo que inflação alta. Embora não existam de forma objetiva limiares entre inflação baixa, moderada e alta, a inflação de 5,8% de 2024 que, por estar acima da meta, ensejou a alta da Selic naquele ano, estaria abaixo do teto da meta entre 2005 e 2014, podendo ensejar movimentos de manutenção da Selic, ou até de queda. Portanto, a redução da meta deslocou o debate da inflação alta/baixa para inflação acima ou dentro da meta.

Quanto à taxa de câmbio, não é possível estabelecer uma relação entre a trajetória de apreciação cambial ou a sua reversão à flexibilização ou enrijecimento do RMI. Isso porque, sob câmbio flexível e livre mobilidade de capitais, as condições internacionais são mais determinantes para a trajetória de longo prazo da taxa de câmbio. O período de apreciação cambial (2003-2011) permitiu melhor operacionalização do RMI do que o período de depreciação (pós-2012), porque no Brasil a inflação é muito sensível à taxa de câmbio. Portanto, o enrijecimento do RMI também é disfuncional sob condições internacionais mais adversas.

É importante registrar que, decorrida mais de uma década em que foi revertida a trajetória de apreciação cambial, a desindustrialização não foi revertida, o que força uma revisão crítica da hipótese de desindustrialização nos anos 2000 causada pela apreciação cambial.

Referências

- AIDAR, G.; BRAGA, J. Country-risk premium in the periphery and the international financial cycle 1999-2019. *Investigación Económica*, vol. LXXIX, no. 313, 2020, July-September, pp. 78-111 UNAM, Facultad de Economía.
- ALVES-PASSONI, P. Desindustrialização e especialização regressiva da economia brasileira entre 2000 e 2019: uma análise de insumo-produto. In: MATTOS, F. A. M.;

- ARAÚJO, V. L. **Economia brasileira: uma reconstrução necessária**. São Paulo: Hucitec, 2023.
- ARAÚJO, V. L. O primeiro governo Lula (2003-2006): retomada do crescimento e bonança internacional. In: ARAÚJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.
- BASTOS, C. P.; RODRIGUES, R.; LARA, F. M. As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012: 10 anos de governo do Partido dos Trabalhadores. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 36, n. 3, p. 675-706, dez 2015.
- BOLLE, M. Do public development banks hurt growth? Evidence from Brazil. Peterson Institute for International Economics, **Policy Brief**, N. pb15-16, 2015.
- BRAGA, J. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 22, n. 3 (49), p. 697-727, dez 2013.
- BRAGA, J. M., SUMMA, R. Estimação de um modelo desagregado de inflação de custos para o Brasil. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 37, n. 2, p. 399-430, set 2016.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. **A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio**. São Paulo: FGV/EESP, Texto para Discussão nº 183, 2009.
- CARCANHOLO, M. D. Inserção externa e vulnerabilidade da economia brasileira no governo Lula. In: **Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico: 2003-2010**. Rio de Janeiro, Garamond, 2010.
- CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo, Editora UNESP, IE – Unicamp, 2002.
- CHERNAVSKY, E.; DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. Descontrole ou inflexão? A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 29, n. 3 (70), pp. 811-834, set/dez-2020.
- FERRAZ, J. C. KUPFER, D.; IOOTY, M. Competitividad industrial en Brasil: 10 años después de la liberalización. **Revista de la Cepal**, 82, abril/2004, pp. 91-119.
- FERREIRA, M. C.; ALVES, V. L. S. Juros, hiato do produto, câmbio e inflação: uma análise empírica do regime de metas de inflação brasileiro (1999-2018). **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, vol. 14, n. 25, p. 11-38, jul-dez 2019.
- GABINETE DE TRANSIÇÃO GOVERNAMENTAL. **Relatório final**. Brasília, 2022.

- GENTIL, D. L.; HERMANN, J. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: ortodoxia e retrocesso. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 3 (61), p. 793-816, dez 2017.
- GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.
- LOPREATO, F. L. **O papel da política fiscal: um exame da visão convencional**. Texto para Discussão n. 119, IE/Unicamp, fev. 2006.
- MISHKIN, F. S. **Monetary policy strategy: lessons from the crisis**. Working Paper 16755, National Bureau of Economic Research, February 2011.
- MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Rio de Janeiro: Manole, 2005.
- MORCEIRO, P. **Desindustrialização na economia brasileira no período 2000-2011: abordagens e indicadores**. São Paulo: Cultura Acadêmica, 2012.
- OREIRO, J. L.; FEIJÓ, C. A. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, vol. 30, nº 2 (118), pp. 219-232, abril-junho/2010.
- OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. **Macroeconomia da estagnação brasileira**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2021.
- PRATES, D. M.; CAGNIN, R. F.; FREITAS, M. C. P.; NOVAIS, L. F. (2014) Balanço do regime de política macroeconômica no primeiro biênio do governo Dilma. In: NOVAIS, L. F.; CAGNIN, R. F.; BIASOTO JR, G. **A economia brasileira no contexto da crise global**. São Paulo: FUNDAP.
- PEDROSA, I.; FAHRI, M. Macroeconomic theory in the aftermath of the crisis: mainstream and New Keynesianism. **Nova Economia**, Belo Horizonte, vol. 25, n. 2, pp. 237-260, maio-agosto de 2015.
- SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 30, nº 1, pp. 63-72, janeiro-março de 2010.
- SICSÚ, J. **Emprego, juros e câmbio: finanças globais e desemprego**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.
- SQUEFF, G. C. **Desindustrialização: luzes e sombras no debate brasileiro**. Brasília: Ipea, Texto para discussão 1747, 2012.