

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

10 Anos de Política Monetária e Fiscal: Uma Análise  
Crítica das Políticas Macroeconômicas do Brasil  
entre 1999 e 2009.

Orientando: Anderson Walther Trindade  
Matricula: 106024320

Orientador: João Felipe Cury Marinho Mathias

Rio de Janeiro

Setembro – 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

10 Anos de Política Monetária e Fiscal: Uma Análise  
Crítica das Políticas Macroeconômicas do Brasil  
entre 1999 e 2009.

---

Anderson Walther Trindade

Matricula: 106024320

Orientador: João Felipe Cury Marinho Mathias

Rio de Janeiro

Setembro – 2010

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar gostaria de agradecer ao professor e orientador João Felipe Cury Marinho Mathias pelo apoio intelectual e acadêmico além dos conselhos concedidos ao longo do tempo que me foram muito significativos.

Agradeço também a todos os responsáveis pela minha formação intelectual, desde os professores da Escola Pio XII até o corpo docente do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, onde provavelmente, vivi os melhores anos de minha vida.

Em especial para meus amigos pelo apoio nas horas mais complicadas e pelos momentos de alegria e diversão. Não sei o que seria de mim sem as diversas discussões intermináveis, sejam elas sobre política, economia ou futebol.

São tantos os amigos que seria impossível citar todos, pois certamente cometeria alguma injustiça.

E finalmente, gostaria de agradecer a minha família. Minha mãe e avós foram imprescindíveis para a transposição dessa jornada.

“Passos previsíveis dados por empreendedores, banqueiros, financistas e investidores disparam essa instável dinâmica. E a cada vez que as intervenções dos bancos centrais são bem-sucedidas, as arriscadas práticas financeiras são validadas — e inovações ainda mais ousadas são encorajadas. A fragilidade financeira torna-se uma tendência estrutural, desembocando em crises cada vez mais severas.”

Hyman Minsky

## RESUMO

Este trabalho tem por objetivo apresentar uma análise sobre o novo paradigma de política macroeconômica brasileira, a partir da análise das conseqüências desse novo paradigma, bem como: o regime monetário de metas de inflação, o regime de superávit primário e o câmbio flutuante.

A partir daí, argumenta-se que o novo paradigma tem obtido êxito na obtenção do seu único objetivo, contudo tem proporcionado diversas externalidades negativas, tais como: câmbio apreciado, altas taxas de juros reais e baixo crescimento econômico e social.

# SUMÁRIO

RESUMO.....	iv
LISTA DE GRÁFICOS.....	vi
INTRODUÇÃO.....	1
CAPITULO I: A CRISE DE 1999 E A REDEFINIÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS NO BRASIL.....	3
1.1 - Introdução.....	3
1.2 - O Plano Real e o seu contexto.....	3
1.3 - A crise de 1998/1999.....	8
1.4 - A inflexão da Política Monetária.....	11
1.5 - A inflexão da Política Fiscal.....	14
1.6 - Considerações Finais.....	18
CAPÍTULO II: O REGIME MONETÁRIO DE METAS DE INFLAÇÃO E O REGIME DE SUPERÁVIT PRIMÁRIO.....	19
2.1 - O Regime Monetário de Metas de Inflação.....	19
2.1.1 – A independência do Banco Central.....	19
2.1.2 - O Regime Monetário de Metas de Inflação.....	20
2.1.3 - Operacionalidade do Regime de Metas de Inflação.....	24
2.1.4 - O Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil.....	26
2.1.5 – Correlação entre a Política Monetária e a Taxa de Câmbio no Caso Brasileiro.....	29
2.2 - O Regime de Superávit Primário e a Lei de Responsabilidade Fiscal.....	34
2.2.1 - A situação dos Estados na nova ordem econômica.....	36
2.2.2 - O impacto da taxa de juros na estabilidade fiscal.....	38
CAPITULO III: A REDEFINIÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E OS EFETIVOS RESULTADOS.....	42
3.1 - Segundo Mandato de Fernando Henrique Cardoso “FHC” (1999-2002).....	42
3.2 – Primeiro Mandato de Luis Inácio “Lula” da Silva (2003 – 2006).....	48
3.3 – Segundo Mandato de Luis Inácio “Lula” da Silva (2007 – 2009).....	54
CONCLUSÃO.....	62
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	65

## LISTA DE GRÁFICOS

<u>Gráfico I: Brasil: Dívida em % do PIB Jan/95 – Nov/2009</u> .....	12
<u>Gráfico II: Taxa de juros pré-fixada a termo - LTN - 2002 – 2008</u> .....	27
<u>Gráfico III: Brasil: Taxa Selic 1999 – 2008</u> .....	30
<u>Gráfico IV: Brasil: Média mensal da taxa de câmbio 1999 – 2009</u> .....	33
<u>Gráfico V: Brasil: Evolução da dívida pública líquida/PIB</u> .....	40
<u>Tabela 1: Brasil: Dados macroeconômicos 1999-2002</u> .....	47
<u>Gráfico VI: Brasil: Preço médio das commodities em US\$</u> .....	52
<u>Tabela 2: Brasil: Dados macroeconômicos 2003-2006</u> .....	53
<u>Tabela 3: Brasil: Dados macroeconômicos 2007-2009</u> .....	61

# INTRODUÇÃO

O final do século XX foi indubitavelmente o período onde a política econômica brasileira sofreu maior interferência dos atores externos, havendo dominância dos fluxos internacionais de capitais e a adequação das políticas nacionais à atratividade desses fluxos. Período esse que começou com a crise do petróleo e com o fim da regulação bancária americana.

A recente história econômica brasileira tem por plano de fundo um período de constantes crises internacionais e de convergência teórica em torno do novo *mainstream* econômico dominado por idéias novo-clássicas. Diversos países ao redor do globo, desenvolvidos e em desenvolvimento, centrais e periféricos, primeiro mundistas e terceiro mundistas, adotaram as novas políticas recomendadas pelo Consenso de Washington<sup>1</sup>. E como consequência comum, todos os países passaram a conviver com persistentes crises sejam elas causadas por razões exógenas ou endógenas, inclusive o Brasil.

Após décadas de inflação, o Brasil implanta o Plano Real visando controlar a inflação. Esse novo plano de estabilização baseou-se em uma maior abertura da economia a partir de uma menor participação do estado na economia, em uma maior liberalização da economia em busca de capitais internacionais e com o lastreamento da nova moeda em uma âncora cambial.

Com a maior exposição econômica, aguçou-se ainda mais a fragilidade externa do país, e à medida que ocorriam crises ao redor do mundo, maiores eram as reversões dos fluxos de capitais decorrentes da exacerbação da incerteza decorrente das constantes crises de confiança dos investidores internacionais nas economias emergentes

Este trabalho tem por objetivo analisar criticamente esse novo paradigma da política macroeconômica iniciado no Brasil em 1999, com a crise cambial brasileira que pôs fim ao regime monetário de âncora cambial e implantou o regime monetário de metas de inflação como novo balizador de expectativas dos agentes econômicos. Bem

---

<sup>1</sup> Consenso de Washington se tratou de um congresso realizado nos Estados Unidos em 1989 com o objetivo de avaliar as reformas em andamento na América Latina e criar a oportunidade de coordenação das ações por parte de entidades com papel importante no processo. A orientação do congresso é de caráter liberalizante, cabendo ao estado diminuir seu peso na economia e realizar uma rigorosa disciplina fiscal

como compreender a teoria por trás da nova política monetária e fiscal e, como tal, analisar os resultados obtidos durante o período em questão.

A hipótese por de trás desse trabalho é de que apesar das políticas macroeconômicas adotadas obtiveram resultados antagônicos: se por um lado foram exitosas quanto ao controle da inflação, por outro gerou externalidades negativas que se refletiram em relação à atividade econômica.

O primeiro capítulo intitula-se “A crise de 1999 e a redefinição das políticas macroeconômicas no Brasil” apresenta o contexto histórico, político e econômico do período relevante para o tema, bem como o conjunto da criação do Plano Real, o desenrolar da crise cambial brasileira e suas antecessoras, além de comparar sucintamente acerca da diferença entre as antigas políticas fiscais e monetárias e as novas políticas implantadas após o desgaste das anteriores, tal como as diferenças e as semelhanças de postulados dentre a alternância de políticas.

O segundo capítulo, intitulado de “O Regime Monetário de Metas de Inflação e o Regime de Superávit Primário”, é dividido em duas partes. Na primeira parte, explicita-se o regime monetário de metas de inflação, detalhando a caracterização teórica, a maneira pela qual ele é operacionalizado, as particularidades do exemplo brasileiro, e por fim trata da correlação entre a política monetária e a taxa de câmbio no caso brasileiro. Na segunda parte, empenha-se em descrever o arcabouço teórico do regime de superávit primário e da lei de responsabilidade fiscal, além de relatar a situação dos estados perante a nova realidade econômica de austeridade e discorrer sobre o impacto da política monetária sobre a política de austeridade fiscal e da condução da dívida pública bem como a consequência dessa conjuração de fatores para a economia brasileira.

O terceiro capítulo intitulado “A Redefinição das Políticas Macroeconômicas e os efetivos resultados” analisa-se os efeitos das mudanças nas políticas macroeconômicas no decorrer dos 10 anos entre a mudança das políticas e o ano de 2009 e a resposta das autoridades brasileira frente aos imperativos da situação econômica de cada período, bem como a condução da política econômica em cada mandato presidencial.

# CAPITULO I: A CRISE DE 1999 E A REDEFINIÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS NO BRASIL

## 1.1 - Introdução

O Plano Real representa a derrocada final do modelo econômico apoiado na substituição de importações voltadas para dentro, com taxas de crescimento médias anuais alcançaram os 7%, entre 1930 e 1980. Entretanto, esse modelo foi acompanhado por uma forte inflação que culminou no processo hiperinflacionário de meados da década de 1980.

Neste capítulo serão analisados os condicionantes da crise cambial que solapou o Brasil em de 1999 assim como a conjuntura nacional e o cenário internacional à época. Bem como a inflexão ocorrida na política econômica dominante no país. Na segunda seção será descrito o contexto de criação do Plano Real e seus condicionantes, acompanhado de suas vantagens e desvantagens. Na terceira seção será descrita a Crise de 1998/1999 juntamente com as conseqüências para a economia brasileira. Nas duas seções seguintes serão descritos a mudança na política monetária e cambial, e a mudança na política fiscal respectivamente.

## 1.2 - O Plano Real e o seu contexto

O final do ano de 1998 marcou um ponto de inflexão na recente história da economia brasileira. Após décadas de altas taxas de inflação, o Brasil atinge a estabilidade de preços ancorada em uma política monetária altamente recessiva. Antes desse ponto observa-se o abandono por completo do modelo de substituição de importação em razão de uma maior liberalização da economia, representada pela implantação do Plano Real cujo principal objetivo era a estabilização dos preços. Até o final de 1998, o Brasil é atingido pelo efeito contágio de uma série de crises internacionais. E a partir do ano de 1999, os *policymakers* adotaram Políticas cada vez mais recessivas em busca da manutenção das baixas taxas de inflação, independente dos custos sociais a ela associados.

Na década de 1980, assim como quase todos os países da América Latina, o Brasil passou por problemas em seu balanço de pagamentos e com isso, passou a defrontar-se com crescentes em arcar com os pagamentos do serviço e do principal da dívida externa. A fragilidade do balanço de pagamentos ficava cada vez pior à medida que a liquidez internacional migrava toda para os Estados Unidos em vista das taxas de juros cada vez maiores adotadas pelo FED, associado a isso, havia o problema de balanço de pagamento de alguns países periféricos que impediam o pagamento dos juros e das dívidas desses países, ocasionando um efeito contágio a outras economias. À época, o principal problema do balanço de pagamentos brasileiro estava na sua constituição: um grande número de pequenas dívidas de curto prazo. Sendo assim, o Brasil iniciou negociações com o FMI<sup>2</sup>, que representava o interesse dos credores de todos os países periféricos, para que todas as dívidas de curto prazo fossem transformadas em uma única dívida de longo prazo, negociações essas que só foram concluídas com a implantação do Plano Real (Filgueiras, 2000).

Junto com os problemas de balanço de pagamentos, o país convivia com uma inflação cada vez maior, que começava a corroer e inviabilizar o contínuo crescimento e desenvolvimento econômico obtido desde os anos 1930<sup>3</sup>. Se por um lado a criação da indexação, apontada por Friedman como sendo uma boa solução para o problema da inflação, impediu que a hiperinflação fosse explicitada, por outro determinou uma dinâmica de preços com um caráter extremamente perverso e com a constante ameaça de uma ruptura hiperinflacionária (Giambiagi, 2004).

A fim de resolver o problema da inflação, após o fracasso de uma série de planos de estabilização<sup>4</sup>, surge o Plano Real no governo do então presidente Itamar Franco, sobre o comando do ministro da fazenda Fernando Henrique Cardoso. Dentre a criação do plano, podem-se destacar duas vertentes predominantes: o Consenso de Washington e as experiências anteriores do Plano Cruzado. Seguindo a lógica de estabilização preconizada pelo Consenso de Washington, o Plano Real foi marcado pelo combate a inflação, através de dolarização da economia e de uma valorização excessiva da moeda nacional, em associação a um grande ajuste fiscal e da necessidade de atração dos grandes fluxos de liquidez internacional que marcaram o início da década de 1990.

---

<sup>2</sup> Plano Brady

<sup>3</sup> A partir do Plano Cruzado, o país viveu um período de estagflação.

<sup>4</sup> Planos Cruzado, Cruzadinho e Cruzado II; Plano Bresser; Plano Verão; Plano Collor I, Plano Collor II.

Em contra partida, observa-se a perda da autonomia do Banco Central em relação a ataques especulativos contra suas moedas, o que aumentou os riscos sistêmicos (Filgueiras, 2000).

A política de estabilização do Plano Real adotou um regime cambial apoiado na dolarização indireta da economia com a sobrevalorização da moeda nacional e uma política monetária passiva<sup>5</sup>. Associado a isso, houve ainda a liberalização comercial e financeira acompanhada de uma abertura unilateral e rápida dos mercados nacionais, o que, na ótica do Consenso de Washington, seriam imprescindíveis para a atração de capitais internacionais indispensáveis para a inserção competitiva do país na economia mundial. Com isso, tinha-se por objetivo recuperar a confiança na moeda nacional, através da garantia de seu valor externo lastreada em um nível de reservas internacionais capaz de desencorajar a especulação contra a paridade fixada (Filgueiras, 2000).

De acordo com os idealizadores do Plano, tais reformas seriam a força motriz que iria inserir a economia brasileira em um novo modelo de crescimento e desenvolvimento econômico e social realizados de uma maneira mais racional e justa, sem o retorno da inflação, possibilitando um novo regime fiscal sustentável, com o aumento da competitividade da economia brasileira e com a atração de investidores estrangeiros, criando assim os condicionantes para o sucesso do plano (Belluzzo & Almeida, 2002). Contudo, assim como ressaltado abaixo por Belluzzo & Almeida (2002: 395), houve erros de avaliação por parte dos *policymakers*.

“Essa suposição ignorou sistematicamente três questões importantes: a) a possibilidade de mudanças nas condições financeiras internacionais; b) a sensibilidade dos mercados em relação à situação dos países deficitários e devedores, particularmente aqueles de “mercados emergentes”; c) o risco latente de uma fuga do real diante da desproporção entre a massa de ativos domésticos líquidos e as reservas em divisas do país”

Em relação ao controle da inflação pode-se considerar que o plano obteve êxito, contudo, a gestão macroeconômica expôs dois flancos que se agravavam diariamente: um desequilíbrio externo crescente e uma considerável crise fiscal<sup>6</sup>. No que tange a política monetária e cambial, a orientação em relação ao câmbio sobrevalorizado e aos juros altos geraram perda de competitividade da indústria

---

<sup>5</sup> Por atuação passiva compreende-se o compromisso único com a estabilização de preços, sem tentar alterar as variáveis reais da economia.

nacional e desincentivo ao investimento produtivo enviesado à exportação, exigiu cada vez mais a manutenção de políticas fiscais recessivas a fim de arcarem com o pagamento dos altos juros previstos pelo Banco Central, o que aumentou muito o passivo externo e interno da economia brasileira. Somado a isso, havia ainda o brutal aumento das importações, propiciado pelo efeito riqueza ocasionado pela estabilização e pela sobrevalorização cambial, o que gerou constantes déficits da balança comercial, aumentando ainda mais a importância dos capitais especulativos para a estabilização do balanço de pagamentos. Essa conjunção de fatores gerou um efeito de realimentação de desequilíbrios. Tal fato aumentou consideravelmente a vulnerabilidade da economia brasileira a um choque externo além de fragilizar financeiramente todas as esferas do governo (Filgueiras, 2000; Belluzo & Almeida, 2002).

Por conta do câmbio sobrevalorizado garantido pelo Banco Central, a cada crise cambial externa, a economia nacional era assediada por ataques especulativos ao câmbio, a ponto de esvaziar as reservas a tal ponto que em 1999, o Brasil foi obrigado a alterar a política cambial e monetária além de intensificar o caráter recessivo da política fiscal. Com o transcorrer do plano, a dívida mobiliária ultrapassou os 50% do PIB em razão dos altos juros praticados que além de frearem a atividade econômica ainda aumentavam o volume da dívida a cada necessidade de rolagem da dívida<sup>7</sup>. A alta taxa de juros objetivava diminuir a atividade econômica via queda do nível de investimentos e do volume de crédito, visando diminuir o volume de importações e aumentar o excedente exportável, além de incentivar a atração de capitais especulativos, na tentativa de evitar os ataques especulativos em cadeia que começava a assombrar os países periféricos (Filgueiras, 2000; Belluzo & Almeida, 2002).

Inicialmente o Plano Real era apoiado em duas âncoras: uma cambial e outra monetária. A âncora cambial, que durou até a crise que teve início no final do ano de 1998, se baseava no câmbio fixado pelo Banco Central em R\$1 = US\$1, posteriormente sucedido por um regime de curtas bandas cambiais. A âncora monetária estipulava um limite para as emissões de moeda correspondente ao volume de dólares em depósito no Banco Central, sinalizando a não emissão de moeda com o objetivo de cobrir os déficits orçamentários. Contudo a âncora monetária teve pouco mais de um

---

<sup>6</sup> Maior detalhamento no capítulo dois.

<sup>7</sup> Principalmente pela dificuldade de colocação de títulos de longo prazo.

ano de vida (Filgueiras, 2000).

Sob o prisma da política fiscal, foi realizada uma série de reformas que objetivavam diminuir a relevância do estado na economia, redução dos gastos da União e racionalização da arrecadação. Dentre as reformas, cabe ressaltar as reformas: tributária; administrativa; previdenciária; quebra dos monopólios estatais; tratamento isonômico entre a empresa nacional e a empresa estrangeira; desregulamentação das atividades e mercados de setores considerados estratégicos; privatizações de empresas de diversos setores; saneamento do sistema financeiro; renegociação das dívidas estaduais, federalização das dívidas estaduais frente ao mercado mediante compromisso dos estados em quitá-las em um prazo de 30 anos; aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), estabelecimento de um teto para as despesas de pessoal; e criação de uma série de agências reguladoras (Giambiagi, 2004).

A estabilização do Plano Real só obteve êxito por causa das heranças recebidas: (i) abundância de liquidez internacional e elevado nível de reservas, US\$ 40 milhões; (ii) o maior êxito da URV em relação à desindexação via congelamento de preços; (iii) apoio político e perspectiva de continuidade; (iv) política de altos juros, que funcionou como uma âncora auxiliar para os preços (Castro, 2004); (v) um superávit primário e operacional; e (vi) dívida líquida total e mobiliária na ordem de 30% (Giambiagi, 2004).

Assim como a quase totalidade dos países da América Latina em seu processo de estabilização de preços, o Brasil passou pela seguinte seqüência: abertura comercial e financeira apoiada em valorização cambial; seguidos inicialmente por queda da inflação; crescimento da produção e do emprego, entrada de capitais estrangeiros especulativos; seguido por enormes déficits na balança comercial e na conta de transações correntes; acompanhada de seguidas valorizações da moeda nacional e de elevações das taxas de juros. Essa seqüência de acontecimentos provoca uma recessão profunda ocasionada por uma fuga de capitais especulativos<sup>8</sup>. Tais acontecimentos ocorreram até o final do ano de 1998 (Belluzo & Almeida, 2002; Filgueiras, 2000).

---

<sup>8</sup> Como consequência da fuga de capitais há uma crise cambial, que eleva o câmbio e causa inflação em insumos e bens importados.

### 1.3 - A crise de 1998/1999

Em comparação com todos os momentos da história econômica brasileira, o período do Plano Real foi marcado como o mais reflexo de todos os tempos, isto é, a política econômica brasileira passou a ser determinada de fora para dentro de uma forma quase que imediata (Belluzo & Almeida, 2002).

Entre os anos de 1994 e 2002 aconteceram crises cambiais quase que anuais em todas as partes do mundo emergente que passaram por aberturas comerciais e financeiras, e assim, se tornaram extremamente dependentes dos fluxos de capitais especulativos. Deste modo, as alternâncias dos ciclos de liquidez internacional para países como o Brasil repercutiram sob a forma de uma sucessão de ataques especulativos que levaram o real a se desvalorizar e os preços dos ativos brasileiros a cair, seguidas por fases de otimismo em que a moeda brasileira se apreciou e os preços dos ativos subiram de forma acentuada. A existência e o impacto desses ciclos em conjunto com a liberdade de circulação dos capitais internacionais fizeram que as políticas cambial, monetária e fiscal bem como os mercados financeiros nacionais se subordinassem ao mercado financeiro global, consagrando a taxa de câmbio como o principal canal de transmissão da instabilidade da percepção dos investidores estrangeiros em relação a eles (Farhi, 2006).

A dependência a esses capitais não era tida como um empecilho ao bom funcionamento da economia, isso enquanto esses capitais continuavam a permear as economias. Sustentou-se a crença de que tais fluxos manter-se-iam constantes, pois havia uma “convenção de estabilidade nos fluxos de capitais” em especial no mundo emergente (Mathias, 2003).

A primeira foi à crise cambial do México em dezembro de 1994. Como resposta a essa crise, o governo criou uma série de medidas que, em consequência, desaceleraram a atividade econômica e impôs um estado recessivo a economia. O elemento central das medidas governamentais foi à elevação da taxa de juros para que assim, continuasse a atração de capitais especulativos.

De acordo com Filgueiras (2000), essa crise sinalizou ao mundo a impossibilidade dos países periféricos sustentarem um crescimento econômico em um ambiente de ampla abertura comercial e financeira utilizando-se de instrumentos de

combate a inflação baseada na sobrevalorização de suas moedas frente ao dólar. A partir desse fato, deu-se a primeira fuga de capitais do Plano Real e com isso veio à percepção de que o câmbio valorizado seria insustentável no longo prazo, uma vez que o equilíbrio do balanço de capitais dependia da entrada de capitais especulativos atraídos pelo cada vez mais elevado diferencial das taxas de juros ou pela manutenção de reservas cambiais instáveis, principalmente após os crescentes saldos negativos na balança comercial que potencializavam o déficit na conta de transações correntes. A partir dessa crise, os países emergentes observaram que a globalização econômica e financeira poderia trazer mais prejuízos que benefícios para os países, onde quanto mais dependente forem mais prejuízos ele poderia ter.

Em julho de 1997 instaurou-se o pânico em decorrência da excessiva desvalorização da moeda tailandesa, gerando um efeito contágio que se estendeu para Malásia, Indonésia, Filipinas, Hong-Kong e que culminou com a derrubada da bolsa de Nova York e com a desvalorização da moeda sul-coreana. Em dezembro, ao contrário do ocorrido no México, o FMI concedeu um empréstimo de US\$ 57 milhões de dólares aos países asiáticos prejudicados pela crise tendo em razão dos problemas sistêmicos que poderiam ser causados. O Brasil foi contaminado pelos reflexos quase que instantaneamente e uma acelerada fuga de capitais novamente solapou a economia brasileira. Na ocasião, entre o início da crise e o mês de novembro, as reservas diminuíram US\$ 11 bilhões. Como consequência, o governo elevou a taxa de juros para manter o regime monetário de câmbio fixo, além de incentivar e facilitar a entrada de capitais estrangeiros. Associado ao auxílio do FMI à Coreia do Sul, as medidas do governo surtiram o efeito desejado e o fluxo da fuga de capitais foi revertido, tornando-se superavitário logo o início de 1998 (Filgueiras, 2000).

No início do segundo semestre de 1998 emerge a crise na Rússia, tendo seu agravamento em agosto com a decretação da moratória e a consequente desvalorização do rublo. Assim como nas duas crises anteriores, o governo elevou a taxa de juros a fim de evitar uma nova fuga de capitais acompanhada de mais incentivos e facilidades para o capital estrangeiro (Filgueiras, 2000).

Entre os anos de 1995 e 1998, a âncora cambial passou por um desgaste progressivo como instrumento básico da política econômica. Apesar de funcional ao longo dos anos, a âncora cambial continha custos onerosos crescentes. Depois de três ataques especulativos, a elevação da taxa de juros começava a se tornar inocua como

forma de combate a fuga de capitais, primeiro pelo alto custo que isso impunha ao país, e segundo pelo crescente risco que uma dívida cada vez maior representava para os capitais especulativos (Belluzo & Almeida, 2002).

Desta vez, a fim de manter a política cambial, o Brasil precisou recorrer a um empréstimo ao FMI para aumentar as suas reservas e com isso tentar inibir um novo ataque especulativo contra o Real. Em troca do empréstimo, o Brasil precisou aceitar um pacote fiscal ainda mais recessivo. Ao contrário dos anos de 1980 ou do ocorrido com o México, Ásia e Rússia, o auxílio financeiro concedido pelo FMI foi solicitado na tentativa de se evitar um eventual colapso econômico seja ele sob a forma de uma crise cambial aguda e/ou com a decretação de uma moratória que se evidenciavam após a crise russa. Para conceder o empréstimo, o FMI exigiu que o Brasil adotasse uma série de medidas, dentre elas: a não imposição de controle à saída de capitais; adoção de um piso para as reservas internacionais; imposição de um teto para o déficit nominal e para o déficit em transações correntes. De acordo com Belluzo e Almeida (2002), apesar do FMI não ter imposto o ajuste da taxa de câmbio ou variações ainda mais elásticas da taxa de juros, o acordo serviu para repor as reservas e viabilizou uma nova rodada de fuga de capitais à taxa de câmbio subsidiada.

Entretanto, o acordo tinha pela frente alguns obstáculos intransponíveis. O primeiro foi o ceticismo do mercado ao receber a notícia, pouco disposto a considerar a capacidade do Brasil em escapar da desvalorização independente do acordo com o FMI e o conseqüente aumento das reservas. O segundo obstáculo se referia a recente derrota do executivo perante o congresso<sup>9</sup> (Giambiagi, 2004). No entanto, a autoridade monetária aparentava ignorar os sinais sobre a necessidade da mudança do sistema cambial. Enquanto não se deliberava a favor da mudança do regime cambial, o país acumulava sucessivos déficits no balanço de pagamentos em conta corrente. A crescente redução do volume das reservas internacionais assinalava cada vez mais sobre a necessidade de se abandonar tal regime. A mudança não foi uma opção deliberada de política econômica, e sim de caráter eminentemente pragmático visto que o regime se tornara absolutamente insustentável, e teria que ser flexibilizado independentemente da consolidação do processo de estabilização (Modenesi, 2005).

Belluzo & Almeida (2002) destacaram que o câmbio demorou a ser

---

<sup>9</sup> A derrota mais importante foi à rejeição do congresso foi em relação à cobrança previdenciária dos servidores públicos inativos. Este fato sinalizou ao mercado que o governo não teria apoio para a implantação das suas

flexibilizado a fim de salvaguardar a posição de portfólio e/ou a formação de posições de proteção de bancos e investidores estrangeiros e nacionais ante o risco Brasil. Em contrapartida, os custos internos de ajuste aumentaram ante a menor predisposição do sistema financeiro internacional e do FMI em aportar recursos para estabilizar o real após a liberação do câmbio, evitando assim o *overshooting*.

## 1.4 - A inflexão da Política Monetária

Independente do sucesso obtido pela âncora cambial durante os anos de 1994 e 1999, o regime monetário da âncora cambial apresentou problemas seríssimos, em particular por ter sido utilizado por um período muito longo ao invés de ter sido utilizado apenas como o primeiro estagio na busca pela estabilidade de preços ao invés do caráter permanente adotado pelo Banco Central.

Ao contrario do que os *policymakers* imaginavam a desvalorização cambial não acarretou inflação visto que (Giambiagi, 2004):

- 1) A desvalorização foi feita em um período de produção muito abaixo da capacidade instalada da indústria, onde todos os indicadores da época apontavam o desaquecimento da economia brasileira visto que todos os componentes da demanda estavam reprimidos, como a seguir: (i) Consumo: as altas taxas de juros provocaram uma queda no nível de emprego, o que comprimiu o consumo; (ii) Investimento: dada a restrição Monetária, queda no consumo que aumentou a capacidade ociosa, e a crescente carga tributaria que o reprimiram; (iii) Gastos do governo: em decorrência do ajuste Fiscal, (iv) Exportações: dado a desaceleração da economia mundial e da sobrevalorização do real (Batista, 2000).
- 2) Passados cinco anos de estabilidade e de desconfiguração dos mecanismos de reajuste, a mentalidade inflacionaria já havia sido desfeita;
- 3) A política monetária altamente recessiva conteve o ritmo de remarcações e de apreciação do real após o overshooting inicial.
- 4) Cumprimento progressivo das metas fiscais acertadas com o FMI;
- 5) O reajuste salarial abaixo da expectativa de inflação no ano de 1999;
- 6) A definição, em junho, de uma meta de inflação a ser perseguida inferior a dois dígitos.

Conforme Modenesi (2005), o comportamento quase explosivo da dívida pública já se caracterizava em uma crescente ameaça à manutenção do regime monetário de âncora cambial que vigorava a época, visto que o uso da âncora cambial pressupunha ao país austeridade fiscal, assim como era ressaltado pelos proponentes do regime de metas cambiais. Sendo assim, a flexibilização cambial se tornará cada vez mais urgente tendo em vista o forte desequilíbrio fiscal, que se explicitava cada vez mais mediante a política monetária recessiva imposta pelo regime monetário de metas cambiais. Cada desequilíbrio, seja ele interno ou externo, tornava o Real cada vez mais vulnerável a ataques especulativos que assombrava cada vez mais a fraca estabilidade do câmbio, principalmente se considerado a constante onda de ataques especulativos contra países emergentes ano após ano.

Gráfico I: Brasil: Dívida em % do PIB Jan/95 – Nov/2009



Fonte: Ipeadata

Modenesi (2005) cita que a não consolidação do processo de estabilização, e a necessidade por parte do Banco Central em contornar as expectativas dos agentes, fazia-se necessário a adoção de uma nova âncora nominal para assim se garantir a estabilidade de preços. Com isso, as autoridades monetárias adotaram o regime monetário de metas de inflação em junho de 1999.

Com a necessidade de se alterar a política monetária houve a substituição da âncora cambial pelo regime monetário de metas de inflação como forma de método de combate a inflação. Além disso, trocou-se o regime de câmbio fixo pelo regime de

flutuação suja<sup>10</sup>. Sendo assim, implantaram-se quatro elementos que consumaram o regime monetário de metas de inflação, sendo eles (Carvalho *et al*, 2007):

- 1 A publicação de uma meta de médio prazo para a inflação;
- 2 Compromisso institucional com a adoção da instabilidade de preços como elemento balizador das decisões de longo prazo de política monetária;
- 3 Transparência na condução da política monetária
- 4 Suficiente grau de independência do Banco Central.

Até 1999, o COPOM (comitê de Política Monetária) definia valores para a taxa do Banco Central (TBC) e para a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN), que instituíam as bandas por onde flutuaria a taxa Selic, que era determinada diariamente no mercado interbancário. Com a adoção do regime monetário de metas de inflação, substituiu-se esse sistema pela adoção de uma meta para a Selic<sup>11</sup> e um procedimento de definição de seu viés, baixa ou alta, cujo objetivo é sinalizar ao mercado a futura tendência da taxa básica de juros, assim como é feito pelo *Federal Reserve Bank* (Modenesi, 2005).

Em suas publicações, o Banco Central ressalta sua opinião sobre o debate a cerca da eficácia da política monetária, adotando a neutralidade da moeda no longo prazo como postulado, transformando-o no principal balizador para adoção do regime monetário de metas de inflação. Apesar de explicitar o *mainstream* do pensamento econômico e tomá-lo como consensual, a omissão do pensamento keynesiano, por exemplo, não se compatibiliza com a necessidade de transparência e com o esforço de explicitar as limitações da política monetária que denomina o regime monetário de metas de inflação.

Por adotar formalmente um regime de flutuação suja, o regime cambial influencia direta e indiretamente a taxa de inflação, variando de setor a setor de acordo com a sensibilidade de cada um em relação ao câmbio, onde a taxa de câmbio não pode ultrapassar um determinado patamar compatível com a meta de inflação, sendo assim, os movimentos do câmbio provocados pela alteração na taxa Selic eram considerados na decisão do Banco Central em perseguir a meta.

Segundo Modenesi (2005) para o funcionamento adequado desse modelo, o

---

10 Neste caso a autoridade monetária intervém no mercado de reservas internacionais com o intuito de reduzir a volatilidade Cambial.

Banco Central precisa prever de maneira eficiente o aumento dos preços administrados e diminuir ao máximo a volatilidade do câmbio para o sucesso do regime. Onde os preços administrados precisam diminuir ao máximo a fim de se evitar uma nova reindexação da economia. Apesar da troca da âncora, da fixação da taxa de câmbio para a fixação da taxa de inflação, o instrumento básico de atuação do Banco Central permanece o mesmo, a taxa básica de juros, que como tem sido mantida elevada, garante um câmbio sobrevalorizado o que prejudica o setor exportador e expõe em detrimento da produção importada de uma maneira restritiva. A outra face dos juros altos está no desestímulo aos investimentos e ao consumo de bens duráveis. Os efeitos mais detalhados sobre essa política de juros altos serão expostos mais a frente.

## 1.5 - A inflexão da Política Fiscal

Com o surgir da década de 1990 e a crescente homogeneização ideológica em convergência com as deliberações liberalizantes e ortodoxas do Consenso de Washington por parte dos *policymakers* latino-americanos, em especial os brasileiros, alterou-se a maneira pela qual se observou a questão da dívida pública brasileira e sua relação com o PIB.

Como visto anteriormente, o Plano Real pauta seu funcionamento através de um modelo de integração com a economia mundial comandada pelo mercado financeiro, onde o Brasil aparece como um lócus alternativo de valorização dos ativos financeiros internacionais, o que alterou a perspectiva da atuação da política fiscal (Lopreato, 2006a). Neste novo cenário, a política fiscal ocupou o posto de guardião das expectativas de rentabilidade dos ativos financeiros externos e a dívida pública passou a fazer parte do rol de ativos oferecidos ao mercado como um todo no esforço de torna-se mais um destinos na busca pela valorização do capital. Sendo assim, complementa-se o trecho anterior com a seguinte afirmação de Lopreato (2006: 210):

“A principal tarefa da Política Fiscal nesse modelo foi incumbir confiança nos investidores estrangeiros de que as expectativas de rentabilidade se cumpririam e de que era baixo o risco de apostar no mercado brasileiro. Isso exigia condições favoráveis de sustentabilidade da dívida e de comprometimento das

---

11 A taxa Selic é uma taxa de curto prazo controlada diretamente pelo Banco Central, que é a taxa primária de juros estabelecida diariamente no mercado de reservas bancárias. Ela representa o custo incorrido pelos bancos comerciais ao tomarem reservas bancárias emprestadas por um dia no mercado interbancário, taxa overnight.

autoridades econômicas com a evolução das contas públicas. Os problemas oriundos da crise Fiscal dos anos 1980 teriam de ser enfrentados. Não poderiam permanecer como fator negativo na avaliação dos investidores e comprometer a trajetória da estratégia de desenvolvimento.”

Com a mudança do regime cambial, alterou-se a relação do lado fiscal e no modo de se controlar a inflação. Com a adoção do regime de metas de inflação, a taxa de juros tornou-se o elemento mais importante à disposição das autoridades monetárias no combate às pressões inflacionárias. Por outro lado, a política fiscal teria que cumprir uma dupla tarefa: contribuir no esforço de conter a expansão da demanda agregada e manter o compromisso com a evolução da dívida pública.

Através da implantação do Plano Real recuperou-se a prerrogativa de criar meios legais com o objetivo garantir que os diferentes entes da esfera pública mantenham a disciplina fiscal. Durante a formulação da constituição de 1988 iniciaram-se os esforços nessa direção com a criação da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e o Plano Plurianual de Investimentos e Ações de Duração Continuada (PPA) (Serra & Afonso, 2002).

Sendo assim, o então Presidente Fernando Henrique Cardoso sancionou em maio de 2000, após aprovação recorde nas duas casas legislativas, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A idéia por trás da LRF estava pautada em: buscar orçamentos fiscais equilibrados focados na eliminação do déficit público de maneira estrutural; na estabilização e na redução da dívida pública (Afonso, 2008); transparência no planejamento e na execução da gestão fiscal (Khair, 2003); restringir a preferência ao enfrentamento de crises com eventuais pacotes tributários de emergência e com cortes prementes de gastos, que estropiariam políticas orçamentárias racionais (Serra; Afonso, 2002); criação de critérios para o endividamento público mediante regras estritas para o controle dos gastos (Filgueiras, 2000).

Segundo Khair (2003), A Lei de Responsabilidade Fiscal tem como ponto de partida o planejamento pelo qual se estabelecem as “regras do jogo” da gestão fiscal, criando assim novas funções para a LDO, para a Lei Orçamentária anual (LOA) e para o PPA. Tais regras buscam estabelecer metas, limites e condições para a gestão das receitas e das despesas, em especial as despesas de pessoal, além de impedir heranças fiscais que imobilizariam o próximo governo no início do mandato por ter que honrar os compromissos financeiros deixados pelo antecessor.

Entretanto, o ponto de maior destaque da formulação da LRF foi a

estabelecimento de um vínculo entre a política fiscal e a monetária - cambial, o que exigiu que o Banco Central programasse e relatasse a execução de suas políticas, além de suprimir o seu poder para emitir títulos da dívida por conta própria, sem limites e por fora do orçamento federal, limitando a emissão de títulos ao Tesouro Nacional (Serra; Afonso, 2002).

Apesar de restringir a emissão de títulos de dívida por parte do Banco Central, a LRF cuida apenas da parte não financeira das despesas públicas, ignorando assim um significativo destinatário dos recursos públicos, prejudicando assim a saúde do equilíbrio fiscal das contas públicas brasileiras (Khair, 2003).

Assim como a criação de condições para a estabilização do nível geral de preços, a gestão da dívida pública foi alvo de grandes inquietações. Desde a implantação do Plano Real, o desequilíbrio fiscal que tem caracterizado as contas públicas brasileiras realimenta um danoso círculo vicioso, onde: (i) As dificuldades de financiamento da federação suprem estimativas de elevado risco de moratória da dívida mobiliária pública por parte do mercado; (ii) Elevado custo de rolagem da dívida pública mobiliária, assim como para a colocação de novos títulos no mercado, dificultado a capacidade de financiamento do governo.

Com a ativação do gatilho da crise cambial de 1999 no Brasil e com o decorrente agravamento do problema fiscal e da crise cambial, o país teve que submeter-se novamente ao FMI, e com isso firmou um acordo onde se faria um rigoroso ajuste fiscal apoiado em: (i) Controlar a relação dívida pública – PIB, com foco no curto e no médio prazo; e (ii) Gerar superávits primários, como parte de um meio para se atingir o ponto anterior (Afonso, 2008).

A crise cambial de 1999 foi o passo seguinte da fase de estabilização que buscava eliminar a fragilidade do balanço de pagamento e das contas pública, dando impulso à lógica de condução da política fiscal planejada na fase inicial do Plano Real (Afonso, 2008). Apesar de ter provocado o colapso do arranjo macroeconômico adotado desde a implantação do Plano Real, a proposta básica de integração com a economia mundial não foi alterada (Lopreato, 2006a). Sendo assim, a obrigação de garantir a sustentabilidade da dívida, independente das taxas de juros e câmbio, nortearam as ações da política fiscal e se impôs como um dos fundamentos da consolidação da nova estratégia de desenvolvimento econômico (Afonso, 2008).

Segundo Lopreato (2006b), a relação dívida/PIB tornou-se a base das

expectativas sobre o comportamento futuro da situação fiscal e a queda desse indicador é considerada, pelo mercado financeiro como um todo, como condição primordial para uma previa redução dos juros e da retomada do crescimento econômico, onde a evolução da relação dívida – PIB sinaliza com antecedência o comportamento fiscal e as condições do financiamento público, transformou-se no parâmetro usado na definição da programação financeira e das ações na área fiscal.

No Brasil, essa estratégia ganhou corpo e, ao lado da preocupação do com a expansão monetária, passou a fazer parte da concepção do Plano Real. Entretanto, tal estratégia não se concluiu de imediato, onde o primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso caracterizou-se como um período de transição do processo de estabilização (Lopreato, 2006a).

A transição para o modelo da equivalência ricardiana<sup>12</sup> tem sido feita de forma gradual nos países periféricos provenientes de longos períodos de déficits fiscais. Nesses casos, o ajuste fiscal tem se baseado na implantação de reformas liberalizantes e privatizações. Enquanto o ajuste não se concretiza por completo – isto é, efetivação de um equilíbrio orçamentário efetivo – a gestão do déficit fiscal de curto prazo tem se caracterizado por metas de superávit primário com o objetivo de controlar a relação dívida/PIB (Afonso, 2008).

A prática do modelo de metas de superávit primário requer uma atuação pró – cíclica por parte da política fiscal, isto é, o total do volume dos gastos não financeiros do governo devem ser inferiores à arrecadação total do governo, o que amplifica as tendências recessivas da economia. Entretanto, a eficácia do regime de superávit primário não é garantida, principalmente em ambientes econômicos em um estado recessivo e pró-cíclico. Contudo, como será analisado posteriormente, o modelo de meta de superávit primário só é funcional quando praticado em um ambiente de crescimento econômico, o que requer uma política de juros baixos e/ou descendentes - o que contribuirá para a diminuição da dívida pública (Afonso, 2008).

---

<sup>12</sup> A tese ricardiana sustenta que para uma dada despesa pública a substituição de impostos por dívida não tem qualquer efeito na procura global nem na taxa de juro. A dívida apenas adia os impostos, onde o público se anteciparia a subida dos impostos futuros, reagindo à redução de impostos aumentando a sua poupança adquirindo os títulos de dívida pública. Deste modo, a poupança privada aumenta no mesmo montante que o déficit, a taxa de juro mantém-se constante. Logo, em termos reais, o financiamento da despesa pública por dívida pública é equivalente ao financiamento por impostos.

## 1.6 - Considerações Finais

Como visto a política macroeconômica adotada no Plano Real contribuiu para a diminuição da atividade econômica. A diminuição da atividade econômica se deu através de três canais: (i) elevada política de juros altos; (ii) diminuição dos gastos públicos, o que diminuiu e muito a demanda efetiva; (iii) a política cambial que contribuiu para a perda de competitividade da indústria nacional, que além de diminuir as exportações aumentou as importações, aumentando assim o déficit de transações correntes o que aumentou e muito a vulnerabilidade externa da economia brasileira; (iv) queda no consumo provocado pelo aumento do desemprego e pela diminuição do crédito; (v) pela queda do nível de investimento; e (vi) pela queda das exportações, além do aumento do peso das commodities na pauta de exportações do Brasil em decorrência da apreciação cambial. O período em questão marcou a dependência macroeconômica brasileira da liquidez externa, seja para estabilizar o balanço de pagamentos seja para apreciar o câmbio e conter a inflação. Ao contrario dos períodos anteriores, o financiamento externo era requisitado a fim de ampliar o estoque de capitais nacionais e não a fim de realimentar os desequilíbrios criados no balanço de pagamentos e de transferir renda nacional para o exterior sobre a forma de pagamentos de juros, diminuindo ainda mais a renda disponível para consumo.

## CAPÍTULO II: O REGIME MONETÁRIO DE METAS DE INFLAÇÃO E O REGIME DE SUPERÁVIT PRIMÁRIO

### 2.1 - O Regime Monetário de Metas de Inflação

#### 2.1.1 – A Independência do Banco Central

Os formuladores do regime monetário de metas de inflação citam a Independência do Banco Central como ponto primordial para o êxito do regime. Por Independência do Banco Central compreende-se como a institucionalização do compromisso da política monetária para com um objetivo específico, tais como a estabilização de preços<sup>13</sup>, delegando a condução da política monetária a um agente independente com o objetivo de controlar a inflação, mantendo, com isso, a credibilidade da política monetária e a reputação da autoridade monetária, constituindo assim um arranjo institucional que funcione como uma tecnologia de comprometimento que busca eliminar o viés inflacionário, reduzindo o grave problema da inconsistência temporal (Modenesi, 2005).

Em meados dos anos 1980, Rogoff (1985) (*apud* Modenesi, 2005) propôs que a condução da política monetária fosse feita por um Banco Central independente e conservador, consolidando assim o argumento de que o Banco Central deve ser independente operacionalmente e de que seu objetivo deve ser a busca da estabilidade de preços. Com isso, o regime de metas de inflação tornou-se a principal estratégia de atuação de diversos países na condução da política monetária a partir dos anos 1990.

A tese da Independência do Banco Central se fundamenta em dois pontos: (i) a aceitação da existência de um viés inflacionário na condução da política monetária; e (ii) a evidencia empírica favorável a existência de uma correlação negativa entre o grau de independência do Banco Central e a inflação (Modenesi, 2005).

Dentre os modelos propostos para a independência do banco central pode-se destacar três, dentre eles: (i) A proposta de Rogoff (1985) (*apud* Oreiro *et al*, 2009), na

---

<sup>13</sup> Neste caso, o principal argumento a favor da independência do banco central seria a neutralidade quanto às ações inflacionárias provocadas pelo executivo e pelo legislativo

qual o Banco Central opera com independência de objetivos e de instrumentos, deste modo se permite uma excessiva autonomia ao Banco Central por meio da concessão da definição e da maneira pela qual serão alcançados os objetivos da política monetária, onde o importante é garantir um gestor conservador e que dê mais peso à inflação do que a sociedade; (ii) A proposta de Walsh (1995) (*apud Oreiro et al*, 2009), que está embasada na teoria do agente-principal, em que o governo (principal) delega uma responsabilidade ao gestor da autoridade monetária (agente) por meio de um contrato em que o Banco Central opera com independência de instrumentos, limitando as ações dos gestores ao estabelecer uma meta de inflação via contratos; e (iii) A proposta de Svensson (1997) (*apud Oreiro et al*, 2009), que representa uma síntese dos dois modelos. Esse modelo utiliza a delegação de autonomia a um Banco Central com característica conservadora, associada ao nível de inflação desejado, incorporando no mesmo modelo os principais elementos teóricos dos dois modelos anteriores, nos quais um regime de meta inflacionaria é visto como um arranjo agente-principal, supondo controle perfeito sobre a inflação por parte do Banco Central.

### 2.1.2 - O Regime Monetário de Metas de Inflação

Para Dezordi & Curado (2009) o regime de metas de inflação não se qualifica como uma regra política, pois não proporciona ao Banco Central apenas um simples mecanismo operacional, e sim, um conjunto de modelos estruturais e não estruturais, em simbiose com as informações relevantes, para determinar a condução da política ideal para se alcançar a meta de inflação. Esse conjunto de modelos não ignora a necessidade do Banco Central de incorporar novas informações importantes que o ajudem a atingir seu objetivo, onde, em termos práticos, é comum observar políticas econômicas, em regime de metas de inflação, voltadas para o combate do desemprego ou amenizando momentos de incertezas.

Segundo Oreiro *et al* (2009), as principais características a serem observadas no regime de metas de inflação são aquelas que o diferenciam dos demais arcabouços de política monetária, tais como: a definição das metas anunciadas, a velocidade da convergência das metas, e a estrutura para lidar com choques exógenos e desvios das metas estabelecidas.

O regime monetário de metas de inflação é um caso particular de âncora

monetária onde a instituição responsável pela garantia da estabilidade de preços propõe uma meta de crescimento para algum índice de preços, que será anunciada no início do período em questão (Carvalho *et al*, 2007). Em termos teóricos, o regime de metas para agregados é um caso limitado de metas inflacionárias, no qual o peso considerado para as variáveis monetárias é único, e a fixação das variáveis não monetárias é nula. Ou seja, a diferença do regime de metas de inflação é que neste caso, considera-se um conjunto de variáveis, reais ou nominais, e informações que podem influenciar a formação da taxa de inflação (Haldane, 1997 *apud* Dezordi & Curado, 2009). A política de metas de inflação não possui a preocupação como as políticas monetárias tradicionais de controlar a quantidade de moeda em circulação, em virtude do reconhecimento da incapacidade das autoridades monetárias em controlarem o volume de moeda na economia. Neste regime, o objetivo é controlar a inflação com a menor volatilidade na taxa de crescimento do PIB e com menor instabilidade na flutuação do emprego, em comparação com as metas monetárias (Filgueiras, 2000).

Tal meta é fixada pelo governo e/ou parlamento e deve ser perseguida pela autoridade monetária cuja política monetária é simplificada onde o único objetivo é alcançar a meta inflacionária determinada, criando assim um compromisso institucional em busca dessa meta. Meta essa sintetizada na adoção de uma taxa de inflação baixa e estável. Em versões mais flexíveis, a autoridade monetária também é compromissada com a manutenção do produto corrente em níveis próximos da taxa potencial de crescimento, desde que a condição da estabilidade de preços não seja violada (Carvalho *et al*, 2007).

Como relatado anteriormente, o modelo de metas de inflação foi uma resposta novo clássico<sup>14</sup> ao desenrolar do modelo Keynesiano nos países centrais, os quais conviviam com problemas associados a estagflação presente a partir da internacionalização das empresas americanas e européias em busca de menores custos e maiores lucros. O arcabouço teórico do regime monetário de metas de inflação combina

---

<sup>14</sup> Modenesi (2005) distingue o modelo Novo, ou Monetarismo tipo II, como sendo uma extensão do monetarismo do tipo I por incorporar dois elementos centrais da abordagem desenvolvida por Friedman: (i) hipótese sobre a existência de uma taxa natural de desemprego; e (ii) a concepção monetarista da inflação ou a proposição de que a inflação é um fenômeno meramente monetário. No Monetarismo Tipo II, a racionalidade dos agentes econômicos implica que todos os resultados observados representam posições de equilíbrio. O monetarismo tipo II avança em relação ao primeiro monetarismo à medida que avançam em relação a três hipóteses: (i) a existência de expectativas racionais na tomada de decisão dos agentes econômicos; (ii) postulados explicativos ao comportamento da oferta agregada; e (iii) os mercados se equilibram continuamente.

as hipóteses da taxa natural de desemprego, das expectativas racionais, do contínuo equilíbrio dos mercados e dos postulados que explicam o comportamento da oferta agregada, chegando assim aos dois principais resultados do modelo novo-classico: (i) Teoria Quantitativa da Moeda (denominada como TQM): a proposição de ineficácia da política monetária, o que implica na incapacidade da política monetária em impactar permanentemente o nível real do produto; e (ii) a inconsistência temporal da política monetária e o viés inflacionário (Modenesi, 2005).

Derivando-se a equação de trocas de Fisher temos a seguinte identidade:  $MV = PY$ , onde: M = estoque nominal de moeda; V= Velocidade de Circulação da moeda; P = nível de preços (deflator do PIB); e Y= PIB real.

A moeda é o estoque de meios de pagamento, a velocidade de circulação da moeda representa a sua taxa de utilização, determinado quantas transações a mesma moeda realizará em um determinado horizonte temporal. Sendo assim, a TQM determina que os preços variem proporcionalmente à quantidade de moeda e a velocidade de circulação e inversamente a quantidade de bens produzidos. Considerando constantes a velocidade de circulação e o volume de bens e serviços transacionados (Dezordi & Curado, 2009).

Há um amplo consenso entre *policymakers e central bankers* sobre determinados princípios básicos que devem servir como guias úteis para os bancos centrais conduzirem suas políticas de modo a otimizarem o atingimento de seus objetivos. Sendo eles: (i) A estabilidade dos preços propicia substanciais benefícios; (ii) A política fiscal deve ser conduzida de maneira coordenada com a política monetária; (iii) O problema de inconsistência temporal<sup>15</sup> deve ser evitado; (iv) A política monetária deve ser *forward-looking*<sup>16</sup>; (v) A *accountability* é um princípio democrático básico; (vi) A política monetária deve preocupar-se com flutuações tanto no produto quanto nos preços; (vii) As reversões de ciclos mais sérias na economia estão associadas à instabilidades/crises financeiras (Mishkin, 2000b e 2007, *apud* Montes & Feijó, 2009).

Sendo assim, uma meta para a inflação é anunciada, seja um ponto ou uma banda de variação, assim como a fixação de um horizonte temporal para que a meta seja alcançada, onde quanto mais curta o período de tempo menor a possibilidade de flexibilização. Neste sistema monetário, a taxa de juros do mercado de reservas

---

<sup>15</sup> Situação na qual os agentes possuem incentivos para abandonar um ponto ótimo no longo prazo, reotimizando constantemente suas decisões.

bancárias (taxa de curto prazo) atua como principal instrumento de política monetária, que deve ser calibrado para fazer com que a inflação tenda a convergir para a meta fixada. Em geral, a taxa de juros adotada segue as regra do tipo Taylor, que serão detalhadas na próxima seção (Carvalho *et al*, 2007).

Em relação à variação do nível geral de preços, a taxa de juros pode afeta-lo através de quatro canais, que influenciam as decisões de investimento e de consumo de bens duráveis e as exportações líquidas, que afetam a demanda agregada, e sendo assim, o nível geral de preços: (i) estrutura a termo da taxa de juros: Pauta as decisões de investimento e de consumo de bens duráveis, que dependem da taxa básica de juros; (ii) taxa de câmbio: impacta (in) diretamente a inflação, pois afeta o preço dos bens comercializados internamente ou afeta os custos de produção de alguns bens; (iii) expectativas: influenciada pelos juros quanto ao comportamento futuro da economia, afetam as decisões correntes dos agentes econômicos quanto aos níveis de investimentos, poupança e consumo; e (iv) credito: Altera a quantidade de recursos disponíveis para empréstimos, o que alterará, em direção oposta a alteração da taxa de juros, o nível de investimento e consumo (Modenesi, 2005).

A partir da experiência internacional e brasileira com o regime de metas de inflação verificou-se que a convergência para a meta inflacionaria dever ser um processo gradual, ainda mais em países como o Brasil, em que (i) a volatilidade da taxa de juros torna difícil a construção de expectativas inflacionarias confiáveis e (ii) a inércia inflacionaria é bastante elevada devido à forte presença do assim chamado efeito pass-through<sup>17</sup> nos preços administrados (Oreiro *et al*, 2009). Com a escolha de uma meta pontual e/ou uma banda surge o trade - off entre credibilidade e flexibilidade, onde a meta pontual é mais facilmente compreendida pelo publico, já a adoção de bandas, piso e teto, concede uma maior flexibilidade à política monetária diante da ocorrência de choques que causem impacto sobre a inflação. O mesmo trade – off ocorre em relação à fixação do período para a execução da meta, onde quanto mais curto maior é o comprometimento da autoridade monetária para com o cumprimento da meta, e quanto mais longo é o período mais flexibilidade há para a absorção de choques sobre a inflação, atenuando assim os efeitos negativos da política de estabilização de preços

---

<sup>16</sup> A reputação do Banco Central é levada em conta na avaliação dos agentes econômicos.

<sup>17</sup> Transmissão das variações do cambio nominal para a inflação

sobre os níveis de produto e emprego (Carvalho *et al*, 2007).

Neste regime, há um maior grau de liberdade em relação às duas instabilidades enfrentadas pelas metas monetárias rígidas como a incorporação de considerações domésticas quanto à adaptação a choques e outras mudanças endógenas, e em paralelo, não ficam sujeita a problemas e choques na velocidade de circulação monetária e financeira (Gonçalves, Baumann e Canuto, 2004).

Mishkin (2000b) destaca que o regime de metas de inflação apresenta cinco elementos básicos: (i) O anúncio público de uma meta numérica para a inflação no médio prazo; (ii) Compromisso institucional com a estabilidade dos preços como objetivo primordial da política monetária, sendo os demais objetivos subordinados a ele; (iii) Informações sobre diversas variáveis e não apenas sobre agregados monetários e a taxa de câmbio, que são empregadas para determinar a utilização dos instrumentos de política; (iv) Maior transparência na estratégia da política monetária, através da comunicação com o público e o mercado, esclarecendo planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias; e (v) Ampliação da responsabilidade do banco central no que respeita o atingimento da meta de inflação estabelecida.

Segundo Paula (2008), o modo de integração internacional da economia brasileira tem resultado frequentemente em situações de instabilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros, o que acaba por restringir o grau de liberdade da política fiscal no Brasil. Deste modo, o montante do superávit primário necessário para estabilizar a relação dívida pública/PIB é determinado parcialmente pelos movimentos da taxa de juros e da taxa de câmbio, em função de seus efeitos sobre a dívida pública e o PIB.

### 2.1.3 - Operacionalidade do Regime de Metas de Inflação.

No modelo estrutural utilizado pelo Banco Central, considera-se três possibilidades para a adoção de uma regra de condução da política monetária: (i) uma trajetória exógena para a taxa de juros; (ii) a possibilidade da taxa de juros responder ao hiato do produto e ao desvio da inflação em relação à meta; e (iii) uma regra de reação ótima calculada de forma determinística ou estocástica (Modenesi, 2005).

A operacionalização do regime de metas de inflação é expressa essencialmente através de uma função de reação do Banco Central, a regar de Taylor. A regra de Taylor tem sido usada como a de função de reação do banco central na

determinação da taxa de juros de curto prazo. A regra relaciona a taxa de juros básica: (i) A desvios de inflação presente em relação à meta estabelecida; (ii) Ao hiato do produto (o desvio do produto efetivo de um país com relação ao produto potencial); (iii) À taxa de juros real de equilíbrio (Carvalho *et al*, 2007).

Conforme Carvalho *et al* (2007), a regra de Taylor é definida através da seguinte equação:  $I_t = \Pi_t + G(Y_t - Y^*) + H(\Pi - \Pi^*) + R_f$ , onde  $I_t$  = taxa de juros nominal de curto prazo;  $\Pi_t$  = taxa de inflação;  $\Pi^*$  = Meta para taxa de inflação;  $(Y_t - Y^*)$  = desvio do PIB com relação ao seu potencial ( $y^*$ );  $(\Pi - \Pi^*)$  = desvio da taxa de inflação com relação à meta inflacionária;  $R_f$  = estimativa da taxa real de juros de equilíbrio da economia; e  $G, H > 0$ ; esses parâmetros medem a sensibilidade da taxa de juros, respectivamente, ao desvio do PIB com relação ao seu potencial e ao desvio da inflação com relação à meta. No quadro abaixo há a síntese dos movimentos da taxa de juros em resposta a mudanças nas variáveis da regra de Taylor.

Se:

1.  $(Y_t - Y^*) = 0$  e  $(\Pi - \Pi^*) = 0$ , então,  $I_t = \Pi_t = R_f$
2.  $(Y_t - Y^*) > 0$  e/ou  $(\Pi - \Pi^*) > 0$ , então,  $\uparrow I_t$
3.  $(Y_t - Y^*) < 0$  e/ou  $(\Pi - \Pi^*) < 0$ , então,  $\downarrow I_t$

Taylor sugere que os pesos dados pela autoridade monetária aos parâmetros  $G$  e  $H$  sejam equivalentes a 0,5. Entretanto tal regra não deve ser utilizada de forma mecânica, onde o Banco Central deve observar o comportamento de outras variáveis econômicas relevantes na determinação da taxa de juros. Principalmente em momentos de choques temporários de grande magnitude, a taxa de juros não deve sofrer movimentos abruptos. Neste caso, a taxa de juros deve ser calibrada de forma gradual de modo que a inflação corrente convirja mais lentamente para a meta e o PIB também irá convergir gradualmente para o seu potencial. Ou seja, a autoridade monetária deve considerar a volatilidade do nível de atividade em sua tomada de decisões, sem desconsiderar o objetivo de atingir as metas de inflação. O próprio Taylor salienta que outros instrumentos de política monetária podem ser utilizados para que a taxa de inflação seja atingida de forma a não sobrecarregar a taxa de juros em sua tarefa de combate a inflação, visto que o ônus do processo de ajuste pode ser consideravelmente elevado, principalmente porque o comportamento da inflação se deve, em parte, ao

efeito da taxa de juros sobre o emprego e a atividade real<sup>18</sup>.

Visto isso, há de se considerar a variação do risco país na análise, tendo em vista que a idéia de considerar a diferença entre a taxa de juros doméstica e a dos títulos do governo norte americano tem a ver com o fato de que, com um risco país mais elevado/baixo, a taxa de câmbio tende a ser depreciada/apreciada. Tal observação é essencial visto que a taxa de câmbio influencia indiretamente o nível de preços através de dois canais: (i) uso de insumos importados: quando a taxa de câmbio sofre apreciação/depreciação, o custo de produção dos bens se diminui/aumenta, ocasionando uma provável redução/aumento no preço do bem final; e (ii) a substituição de bens domésticos por similares importados: quando a taxa de câmbio sofre apreciação, o preço dos bens importados torna-se mais barato, implicando um deslocamento de parte da demanda dos bens domésticos por similares importados, o que, por sua vez acarreta queda na demanda agregada e menor pressão sobre o nível de preços (Mendonça, Dezordi & Curado, 2009).

#### 2.1.4 - O Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil

Como visto anteriormente, o Regime Monetário de Metas de Inflação foi implantado no Brasil em janeiro de 1999 para ser a nova âncora nominal da economia, substituindo assim o regime monetário de âncora cambial. Apesar de ter obtido êxito na estabilização de preços, tal regime tem apresentado determinados problemas relacionados ao alcance de seus objetivos e aos elevados custos de origem social e em relação ao desenvolvimento econômico. Tais problemas são originários da regra de Taylor, que é a base do sistema e relaciona a meta de inflação com a taxa de juros e com o hiato do produto potencial, e de um sério problema de inconsistência visto que uma política de metas de inflação destina-se a uma administração e não a uma mudança da política monetária, não sendo eficaz para enfrentar a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio que prevalece no Brasil há muitos anos. Assim, adotaram-se as metas inflacionárias como decorrer de uma decisão pragmática e como uma consequência do fracasso do modelo monetarista para justificar a credibilidade novo-clássica, onde em

---

<sup>18</sup> Cabe ressaltar que a regra sugerida por Taylor em 1993 foi construída para analisar a economia americana, justificando assim a falta de necessidade de representar elementos que capturem modificações no cenário internacional capazes de influenciar a definição da taxa de juros.

caso de negligência por parte das autoridades monetárias haveria falta de credibilidade em suas decisões e com isso, haveria aumento na taxa de inflação (Bresser & Silva, 2009).

Entretanto, o caso brasileiro é marcado por uma peculiaridade em relação à estrutura da dívida. A partir da década de 1980, introduziu-se no Brasil o sistema especial de liquidação e custódia (Selic, ou Taxa Selic) e criaram-se os títulos do Banco Central indexados a taxa de juros do overnight (LFT), com isso, o Banco Central tornou-se apto a criar “quase déficits fiscais”. Com esse novo instrumento, permitiu-se que a autoridade monetária emitisse, além de moeda, títulos e notas financeiras de alta liquidez. Sendo assim, abriu-se a possibilidade ao sistema bancário de criar fundos monetários atrelados a títulos do governo e com total liquidez em reservas do banco central, onde os fundos seguiam de perto a taxa de inflação (Barbosa, 2005). Amaral (2009) ressalta que, com isso criou-se um sistema monetário perverso onde as aplicações financeiras de curto prazo passaram a ser remuneradas pela mesma taxa que se remunera parte considerável dos títulos da dívida pública. Amaral (2009: 195) ratifica o argumento com a seguinte passagem:

“o banco central opera como um competidor do tesouro nacional, impedindo que este último obtenha êxito em uma política de alongamento do prazo de maturidade e mudança do perfil da dívida pública. Essa estrutura monetária perversa é explicitada na curva de juros da economia brasileira.”

**Gráfico II: Taxa de juros pré-fixada a termo - LTN - 2002 – 2008**



Fonte: Ipeadata

O gráfico acima ratifica as peculiaridades descritas por Amaral nos parágrafos anteriores, onde a curva da taxa de juros X o prazo contraria a relação descrita pelos tradicionais manuais de economia, onde a taxa de juros cresce de acordo com o prazo do título. Deste modo, o Banco Central dispõe de um empecilho para uma adequada condução da política monetária, onde o mesmo fica impossibilitado de reduzir a taxa de juros abaixo de determinado nível, pois somente acima desse nível é que os bancos se virão obrigados a contrair a oferta de crédito, conforme Nakano (2005: 12)

“o Banco Central, quando quiser contrair a demanda, tem que elevar as taxas de juros a níveis estratosféricos de forma que os bancos racionem o crédito em função da elevação do risco de inadimplência, explicado por fenômenos conhecidos como risco moral e seleção adversa. Em outras palavras, o lucro dos bancos é função crescente da taxa de juros até certo nível crítico, a partir do qual os lucros começam a reduzir em função do aumento da inadimplência. Esse nível crítico corresponde a aproximadamente uma taxa Selic acima de 20%. pela experiência recente, somente quando a Selic ultrapassa este nível crítico ocorre uma contração significativa no crédito e no nível de atividade econômica.”

A má configuração do padrão da dívida pública brasileira aliada às altas taxas de juros criou outro problema que interfere no crescimento e no desenvolvimento econômico: um quadro peculiar nos canais de crédito do Brasil. Por conta da extraordinária rentabilidade das aplicações em títulos públicos, combinados com a alta liquidez, têm ancorado a alta rentabilidade do setor bancário. Com isso, o setor bancário passou a ditar as regras do mercado de crédito para o setor privado (Carvalho, 2009).

Oreiro *et al* (2009) citam que o problema brasileiro dos anos recentes não se refere ao regime de metas de inflação em si, mas sim na maneira como ele foi implantado em conjunto com as peculiaridades da economia brasileira citadas ao longo deste trabalho. Além disso, o problema estaria na estrutura de governança da política monetária no Brasil, a qual seria inadequada para o funcionamento adequado do regime de metas de inflação, isso porque na conjuntura atual (i) não haveria clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável por sua obtenção; (ii) as metas de inflação não refletiriam adequadamente as “preferências sociais” no que se refere ao grau de aversão a inflação e ao grau de aceitação social ao trade off entre inflação e desemprego; (iii) o índice de preços elegido e/ou os prazos de cumprimento não seriam apropriados.

Em relação ao índice de inflação, optou-se pelo Índice de Preços ao

Consumidor Amplo (IPCA)<sup>19</sup>, como medida de referência para as metas de inflação devido sua característica de ser afetado por fatores sazonais e por choques temporários. Como instrumento de política monetária adotou-se a taxa Selic com o estabelecimento de intervalos de tolerância de dois pontos percentuais para considerar a incerteza sobre o processo inflacionário, bem como choques temporários ou inesperados e/ou fatores sazonais. (Bresser & Silva, 2009). Pertinente ao intervalo de tempo, optou-se pela utilização de um intervalo de um ano entre o anúncio e o cumprimento da meta. Isso aumentou ainda mais a taxa de juros e a pôs em um nível muito superior ao nível de equilíbrio de longo prazo, efeito esse intensificado pela adoção de metas de inflação declinantes (Amaral, 2009). A adoção desses três fatores ratificou a estabilização de preços como principal, e praticamente único, objetivo do Banco Central, independentemente dos efeitos nocivos relacionados ao desempenho (Bresser & Silva, 2009).

Para Amaral (2009), a adoção de um índice de inflação cheio<sup>20</sup>, que não permite o expurgo de choques de oferta, faz com que a autoridade monetária brasileira reaja a choques de oferta por meio da elevação da taxa de juros, e com isso a cada choque de oferta mais distante o país estará do equilíbrio macroeconômico além de todos os prejuízos ocasionados no que tange ao crescimento e ao desenvolvimento econômico do país<sup>21</sup>.

### 2.1.5 – Correlação entre a Política Monetária e a Taxa de Câmbio no Caso Brasileiro

Como visto anteriormente, as altas taxas de juros constituem um elevado entrave para o desenvolvimento econômico, para uma maior eficácia do regime de metas de inflação, para uma estabilização macroeconômica mais sólida e para um maior

---

<sup>19</sup> Que é calculado pelo IBGE.

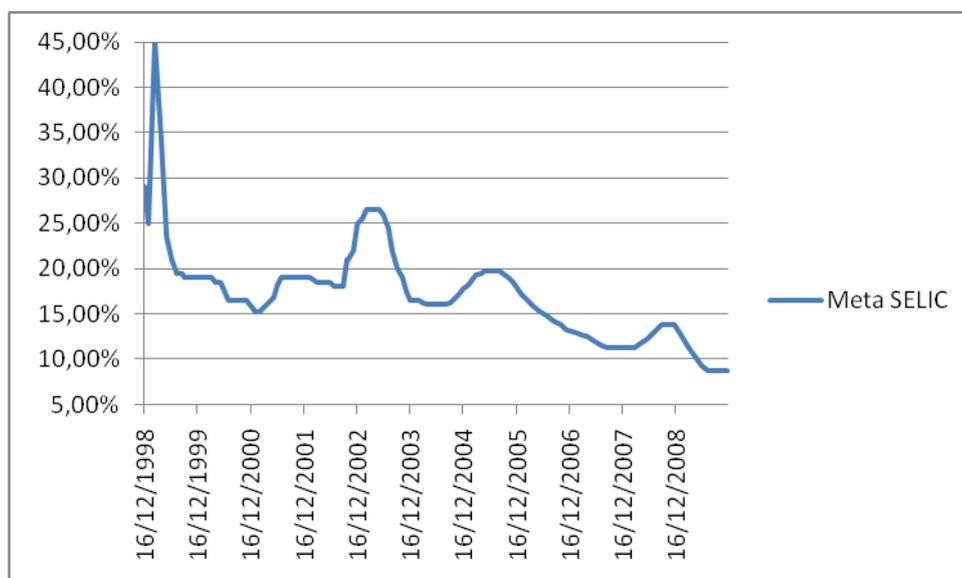
<sup>20</sup> Que sofra a influência de preços administrados

<sup>21</sup> De uma forma alternativa, as experiências internacionais indicam que a adoção de metas para um índice de preços que não inclua os setores e/ou produtos diretamente ligados ao setor externo ou sujeitos a freqüentes choques de oferta, por exemplo, energia e alimentos podem cumprir o papel de explicitar os objetivos da política monetária e tornar claras as limitações do sistema em conter os choques de oferta. Como apontado por Oreiro *et al* (2009) há um argumento contrário a adoção da proposta acima por parte de um país como o Brasil que possui um passado não muito distante de manipulação em índices de preço, o que poderia levar a perda de credibilidade no sistema inteiro de combate a inflação.

crescimento das variáveis reais da economia.

Observando o gráfico 3, pode-se observar que a taxa básica de curto prazo brasileira, entre 1999 e 2006, não foi inferior aos 13% ao ano. Significa dizer que os juros de longo prazo sobre os títulos federais pagam uma taxa similar à taxa paga pelas LTN's, e geralmente, são mais altas que os juros pagos pelos títulos brasileiros no exterior. Além disso, as altas taxas de juros estimulam entradas de capitais, pressionando a taxa de câmbio para baixo o que sobrevaloriza o real. A armadilha se reforça dada a utilização do regime de metas de inflação no momento em que a taxa de juros de equilíbrio foi definida no modelo como de cerca de 9% ao ano em termos reais (Bresser & Silva, 2009).

Gráfico III: Brasil: Taxa Selic 1999 – 2008



Fonte: Banco Central

Para Bresser & Silva (2009) um dos principais problemas macroeconômicos se passa pela armadilha da taxa de juros/câmbio presente na economia brasileira. Onde a armadilha da taxa de juros é observada de muitas maneiras. Primeiro, o Banco Central inicia um processo de redução da taxa de juros, o que decorrerá em uma depreciação cambial, e as conseqüentes alterações nos preços relativos provocam um aumento da inflação, constituindo-se assim em uma série ameaça para o sistema de metas inflacionárias, e assim, as autoridades monetárias reagem com um novo aumento da taxa de juros. Deste modo, uma inflação proveniente por efeitos do lado da oferta é combatida com uma política que objetiva a contração da demanda. Sempre que a taxa de juros é reduzida e há algum sinal de crescimento econômico, e como o déficit em

conta corrente aumenta o governo tenta evitar uma depreciação cambial elevando a taxa Selic e, conseqüentemente aumenta o desemprego. A elevação das taxas de juros provoca um efeito similar no déficit publico e na relação dívida publica/PIB. Uma apreciação real torna menos competitiva à indústria, o que aumenta o déficit em conta corrente. Dentre a teoria novo-clássica das metas inflacionarias, a adoção de metas cambiais pode prejudicar o desempenho da política monetária, o que não significa que os bancos centrais possam negligenciar os efeitos dos movimentos da taxa de câmbio sobre a inflação e a demanda agregada.

Cabe detalhar a razão pela qual as taxas de juros brasileiros serem tão elevadas: (i) Em essência a resposta é a própria armadilha juros/câmbio que impede que ela seja reduzida; (ii) Ao alto volume de gastos públicos comparado ao patamar de renda per capita do país, em especial pelo alto pagamento de juros sobre o principal da dívida feita pela política monetária; (iii) Pelas tentativas mal sucedidas das autoridades monetárias em aumentar a Selic na tentativa de alongar o vencimento da dívida; (iv) Para tentar atrair capital estrangeiro; (v) Para tentar reduzir o déficit em conta corrente; (vi) Para tentar aumentar a poupança pública; (vii) Através da pressão dos rentistas que ganham com os juros e com a sobrevalorização do dólar que aumenta o montante das remessas de dólares ao exterior; (viii) A um eventual ajuste fiscal incompleto, ou seja, o persistente déficit nominal nas contas fiscais do governo, o que impede a queda da dívida como proporção do PIB e o conseqüente aumento do risco de default, e, a cada vez maior, exigência por juros mais altos por parte dos agentes econômicos (Amaral, 2009); e (ix) Pelo fato da Selic indexar a maior parte da dívida pública.

Em relação ao último ponto, cabe destacar que ele é o principal responsável pelas altas taxas de juros. Sendo essa uma herança da época dos altos índices inflacionários e que leva os policy makers brasileiros a manterem a elevada taxa Selic de curto prazo com o receio de não conseguirem fazer o processo de rolagem da dívida. Com isso, a taxa Selic passou a definir diretamente a taxa de juros de longo prazo no Brasil (Bresser & Silva, 2009).

Se tratando de Brasil, a questão do *pass-through* revela-se altamente relevante, visto que o Brasil foi o único país a adotar por um longo período e com largo alcance mecanismos de indexação da moeda e dos contratos. A inércia inflacionária proveniente da indexação foi reduzida na adoção do Plano Real, sendo reintroduzida pela adoção de uma indexação das tarifas dos serviços de utilidade pública, onde a

estrutura específica da formação dos preços no Brasil faz que a desvalorização da taxa de câmbio e/ou demais choques exógenos de oferta atinjam a maioria dos preços dos bens e serviços (Farhi, 2006).

Cabe ressaltar, que os preços monitorados variam independentemente dos fatores de demanda agregada e a inflação acumulada relacionada a tais preços aumentou mais do que os preços de outros índices, principalmente porque os bens e serviços com preços administrados são mais suscetíveis as variações na taxa de câmbio. Sendo assim, os preços administrados acarretam uma série de problemas para a economia. Primeiro, as ações do banco central, através de seu instrumento de política monetária, só afetam os preços livres, o que faz com que as autoridades monetárias trabalhem sobre choques de demanda que poderão não existir. Segundo, as expectativas de inflação geram um círculo vicioso nas taxas de juros e as tornam extremamente altas (Bresser & Silva, 2009). Além do mais, o Banco Central se vê obrigado a elevar a taxa de juros a patamares mais altos a fim de gerar efeitos sobre os preços livres que compensem a rigidez dos preços administrados (Paula, 2008).

Conforme Oreiro, Lemos e Padilha (2005: 6-7)

“a experiência internacional e brasileira com o regime de metas de inflação nos permite concluir que: (i) a fixação de metas muito baixas não só contribui para estimular o crescimento econômico como pode ainda ter um impacto negativo (além de significativo) sobre o mesmo; (ii) a convergência com respeito à meta inflacionaria deve ser um processo gradual, ainda mais em países como o Brasil nos quais (a) a volatilidade da taxa de juros torna difícil a construção de expectativas inflacionarias confiáveis, e (b) a inércia inflacionaria é bastante elevada devido à forte presença do assim chamado efeito pass through nos preços administrados; e (iii) a adoção de metas baseadas em índices expurgados pode ser uma boa política para enfrentar os problemas causados pela inércia inflacionaria e pelo efeito pass through”

Uma eventual redução da taxa de juros passaria por uma desindexação dos títulos públicos federais pela Selic, sendo essa uma taxa peculiar ao Brasil, proveniente dos tempos de alta inflação brasileira e a principal explicação institucional para a alta taxa de juros usada para pagar o serviço da dívida pública. O segundo passo seria a desindexação dos serviços públicos e, mais amplamente, o fim de qualquer indexação de contratos e preços administrados em que o governo esteja envolvido como prestador de serviços ou como regulador (Bresser & Silva, 2009).

Em um quadro de operação de um regime de metas de inflação acoplado a

um regime de flutuação cambial, há uma estreita relação entre a política monetária e a política cambial: a volatilidade excessiva da política macroeconômica, além de afetar negativamente as decisões empresariais de investimento. De modo geral, tem-se praticado uma política monetária endógena no Brasil, onde o banco central eleva a taxa de juros para mitigar os efeitos da volatilidade da taxa de câmbio (Paula, 2008).

Gráfico IV: Brasil: Média mensal da taxa de câmbio 1999 – 2009



Fonte: Ipeadata

Segundo Moreira (2008), o Brasil não estaria diante apenas de um prolongado ciclo de apreciação cambial, mas também em direção a um nível de câmbio de equilíbrio consideravelmente mais apreciado por conta da maior demanda pelos recursos naturais da região. Neste caso, a ameaça que o choque asiático traz em termos de concentração e especialização da América Latina em recursos naturais é um movimento refletido na composição do comércio bilateral com países como a China. É de vital importância ter definido que a apreciação cambial é apenas um dos canais pelos quais esse choque se propaga. Pode-se dizer que dois efeitos contribuem para reduzir o retorno relativo dos tradeables não intensivos em recursos naturais: (a) o efeito demanda, isto é, a maior procura por recursos naturais aprecia o câmbio, doença holandesa; e (b) o efeito competição, ou seja, a pressão para baixa dos preços dos produtos manufaturados em geral, provocada pelas enormes vantagens competitivas de países como a China em termos de produtividade, custo de mão de obra, escala e agressividade da ação do estado. Neste caso, o efeito (b) é potencializado pelo efeito (a). Sendo assim, com a adoção de uma carteira de bens exportáveis intensivos em recursos

naturais, o risco de especialização em um pequeno número de produtos, principalmente recursos naturais, é grande, o que intensifica ainda mais a vulnerabilidade externa e cria um entrave para o desenvolvimento econômico.

Deste modo, o regime monetário de metas de inflação não logrou todo o êxito esperado no país porque elas coexistem com uma alta taxa de juros que aprecia o câmbio e diminui a competitividade externa da indústria brasileira. Com câmbios reais mais apreciados, as exportações só se tornam competitivas com a redução da relação câmbio salários, onde a promoção das exportações seria feita à custa dos assalariados (Paula, 2008).

Como visto acima, seguindo todas as diretrizes do Consenso de Washington, o que se convencionou como "bons princípios", o regime de juros altos aliado a problemas institucionais relacionados à estrutura da dívida brasileira, provocou certa especialização ricardiana na pauta de exportações do Brasil enviesada para o setor primário, observando-se assim a ocorrência da chamada doença holandesa apoiada em atração de poupança externa o que amplificaram a apreciação cambial e a perda de competitividade brasileira, ocasionada tanto pela doença holandesa quanto pelo movimento cambial provocado pelo aumento da taxa de juros.

## 2.2 - O Regime de Superávit Primário e a Lei de Responsabilidade Fiscal

A partir da década de 1990, a política fiscal brasileira sofre sensíveis alterações em decorrência da necessidade de adaptação da condução da política macroeconômica à estratégia de desenvolvimento atrelado a globalização financeira. As privatizações e a política fiscal foram os fiadores das condições de valorização do capital privado, levando à decisão de reformar as normas e procedimentos herdados, o que resultou na construção de um novo regime fiscal comprometido com a solvência da dívida pública.

De acordo com os formuladores do plano de metas de inflação o déficit público é um entrave ao bom funcionamento da economia e para a eficiente estabilização de preços. Biasoto (2006) define déficit público como a insuficiência de receitas frente às despesas presentes no planejamento orçamentário público, tendo como conseqüências para a economia: (i) desequilíbrio do sistema de preços, pelo excesso de

demanda, por causa da maior emissão de moeda para financiar o gasto orçamentário; e (ii) desequilíbrio das transações correntes com o exterior, por conta do excesso de absorção interna, derivado do excesso de poder de compra criado pelo déficit. Sendo assim, o déficit público zero é o meio pelo qual a economia deve passar para obter a credibilidade necessária junto aos investidores internos e externos e com isso, ingressar na rota da liquidez internacional.

Como visto no capítulo anterior, o pacote de ajuda do FMI só seria liberado mediante reformas de ordem monetária e econômica, e foram a partir disso que se perseguiram os ditos fundamentos sólidos indicados pelo fundo, sendo três pontos em especial: (i) a busca de um equilíbrio fiscal; (ii) o abandono do setor produtivo estatal; e (iii) a desmontagem do aparato intervencionista do estado. Essa mudança na política fiscal foi um avanço em relação ao equilíbrio fiscal proposto pelo Plano Real em relação a circunscrever o trato das finanças públicas ancorado em três idéias: (i) sustentabilidade da dívida; (ii) criação de regras fiscais capazes de dar previsibilidade à evolução das contas públicas; e (iii) e a defesa da credibilidade das autoridades econômicas (Lopreato, 2006b).

A adoção das metas de inflação reflete a preocupação em atender as expectativas de solvência da dívida e de manter a lógica atribuída à política fiscal de ancora do regime macroeconômico, corroborando a premissa de que os investidores devem estar convencidos de que não há riscos em aplicar recursos em moeda nacional e crer na disposição das autoridades econômicas em elevar o superávit primário sempre que a trajetória da relação dívida – PIB seja uma ameaça aos interesses da liquidez internacional (Lopreato, 2006 a).

Apesar de não ter feito a reforma tributária, muitas alterações foram percebidas sobre esse âmbito. A primeira delas foi o surgimento de várias contribuições sociais, que como surgiram depois de 1988 não possuía obrigatoriedade constitucional em serem aplicadas em determinado setor, o que ampliou e muito a arrecadação federal. Em segundo lugar, houve a emenda da desvinculação das receitas da união que reduziam em até 20% o montante destinado as obrigações constitucionais. Sendo assim, a carga tributária se tornou ainda mais recessiva além de comprimir o consumo das classes mais baixas.

Macedo (2005) (*apud* Farhi, 2006) aponta as seguintes características do arranjo fiscal brasileiro: (i) uma elevada regressividade da tributação que retira renda

via impostos diretos e indiretos daqueles que têm maior propensão a gastar e consumir, e transforma parte da renda em riqueza dos detentores de títulos públicos, que possuem menor propensão a gastar. Deste modo, se constitui um mecanismo de contração da renda e da demanda agregada, além de aumentar a concentração de renda.

### 2.2.1 - A situação dos Estados na nova ordem econômica

Com a adoção do regime de metas de superávit primário, a política fiscal foi delimitada pelo desempenho restritivo das contas fiscais, em especial entre os anos de 1999 e 2002. O superávit fiscal se consolidou ancorado em três elementos que mudaram estruturalmente o comportamento do setor público brasileiro: (i) O compromisso federal em promover a política necessária para alcançar as metas estabelecidas, incorporando um viés arrecadador na política tributária<sup>22</sup>; (ii) A desvinculação das receitas da união (DRU), aprofundando o fundo social de emergência, permitiu a esterilização de recursos com destinação específica, onde os gastos sociais do governo oscilavam seguindo o ciclo econômico, onde o governo explicitou a preferência pelo pagamento dos juros da dívida pública. (iii) o terceiro ponto se relaciona com as finanças estaduais e municipais: (a) a renegociação das dívidas estaduais, refinanciando – a em 360 prestações pela tabela *Price* à taxa de juros mínima de 6% ao ano, impondo geração de superávits primários para o pagamento de juros limitados a 13% de suas receitas correntes líquidas, para que trocassem seus títulos negociados em mercado por crédito junto ao setor público; (b) restrição de crédito ao setor de saneamento, atingindo empresas estaduais e municipais; (c) privatização da maioria dos bancos estaduais, impedindo o financiamento aos estados; e (d) privatização de diversas empresas estaduais a fim de quitar, aproximadamente, 20% da dívida à vista (Biasoto, 2006; Mora, 2006).

Segundo Mora (2006), a consolidação do passivo estadual e a renegociação da dívida culminaram em uma dívida global da ordem de 22% do PIB em 1999 em grande parte devido à aprovação por parte do Congresso, em março de 2000, da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) respondendo ao desequilíbrio fiscal e financeiro dos

---

<sup>22</sup> As principais mudanças na arrecadação pública vieram: (i) da elevação da contribuição provisória sobre movimentação financeira (CPMF) a patamares extremamente altos para um tributo com suas características; (ii) da ampliação da alíquota da contribuição para o financiamento da seguridade social (COFINS); e (iii) da

governos estaduais e estipulou regras para uma ação planejada, preventiva e transparente nos três níveis de governo. Com isso, propagou-se a idéia de que a dívida seria resultante de uma gestão irresponsável do ente público, cabendo a nova legislação mecanismos de controle fiscal e financeiro das contas governamentais a fim de evitar situações de déficit potencial e de garantir sustentabilidade ao controle do endividamento. A manutenção do endividamento em patamares compatíveis com a equidade fiscal repercute positivamente sobre os estados, independentemente das implicações macroeconômicas intrínsecas a ele, onde: (i) as operações de crédito contratadas à taxa de juros de mercado aumentam a vulnerabilidade dos estados ante decisões de política econômica; (ii) a partir de um determinado nível, o endividamento reforça a dependência perante a federação; (iii) a dívida contraída comprometerá a disponibilidade futura de recursos; e (iv) o crescimento descontrolado da dívida ameaça a própria federação.

A fim de garantir a sustentabilidade fiscal intertemporal em todas as esferas de poder, a LRF prevê a perseguição a limites e condições em relação às operações de crédito, dívidas consolidada e mobiliária, gasto com pessoal, renúncia de receita, geração de despesas e concessão de garantia e inscrição em restos a pagar, sendo assim, as regras da gestão macroeconômica do Plano Real enquadrou os estados. A LRF cumpre o papel de fiador da disciplina e de ancora do novo regime fiscal estabelecido no acordo de 1998 com o FMI. A fixação de metas de resultado primário para o setor público consolidado demandou compromissos de austeridade fiscal e de sustentabilidade da dívida dos governos estaduais (Mora, 2006, Lopreato, 2006b).

Segundo Lopreato (2006b), a construção da política macroeconômica teve inúmeras implicações no âmbito estadual, onde o baixo dinamismo da economia e da receita tributária deixou os estados reféns da política de corte de gastos e sem condições de reagir diante da crise. O compromisso com o regime de metas de superávit primário forçou o governo a abandonar a idéia de reforma do sistema tributário e concentrar esforços na elevação dos recursos a sua disposição, através da transferência de encargos para os governos estaduais e da expansão da carga tributária, em especial via aumento das contribuições sociais não compartilhadas. Além disso, o controle da política fiscal provocou o corte das transferências voluntárias e a redução dos gastos federais direcionados a atender à demanda estadual, o que limitou o poder de responder às

demandas sociais e de sustentar os encargos da dívida.

As receitas estaduais foram altamente afetadas pela eventual queda na arrecadação imposta pelo baixo dinamismo econômico. A ampliação dos encargos estaduais, o menor dinamismo da receita compartilhada com a esfera federal e a emenda da DRU limitaram ainda mais a expansão das receitas estaduais, onde os estados correm o risco de estarem gestando um círculo fiscal perverso de difícil rompimento, exigindo cortes contínuos de despesas e a constante ampliação da carga tributária, sem que isso gere condições financeiras mais favoráveis. Para piorar ainda mais a situação fiscal dos estados, parte essencial do arranjo fiscal desenhado desde as Reformas de 1964 usavam de um lado tinha a articulação entre os tesouros, empresas e bancos estaduais, e de outro, as relações com as empresas e bancos federais, ao lado dos repasses do governo federal, como instrumentos de alavancagem de recursos financeiros e de ampliação do poder de atuação dos órgãos públicos (Lopreato, 2006b).

Lopreato (2006b) cita que a queda da inflação e as altas taxas de juros em vigor expuseram as dificuldades fiscais dos estados e tornaram inadiável o enfrentamento de questões que se arrastavam há anos. Entretanto, a fragilidade financeira dos estados e dos principais municípios brasileiros e os ganhos provenientes do êxito do plano de estabilização alteraram a correlação do poder político entre os entes da federação e ampliaram os espaços de atuação do governo central, que pode avançar em seu projeto com menos resistências do que se poderiam supor em comparação com os anos anteriores.

### 2.2.2 - O impacto da taxa de juros na estabilidade fiscal

Carvalho *et al* (2007) atentam que para o funcionamento efetivo do modelo de metas inflacionárias, a política fiscal deve estar submetida à política monetária, eliminando assim o risco de dominância fiscal, ou seja, a conduta da política monetária não pode ser ditada por constrangimentos de ordem fiscal. Onde a existência de déficits fiscais conduziria a situações de descontrole na emissão monetária, o que a elevaria a inflação, além da possibilidade de inadimplência do setor público. Neste caso, haveria indisponibilidade dos investidores internacionais em financiarem o governo mediante compra de títulos públicos.

A sustentabilidade da dívida pública é fundamental para assegurar condições de equilíbrio fiscal no longo prazo, o que é necessário para melhorar o risco país e permitir a adoção de políticas fiscais anticíclicas. Neste caso, incertezas quanto à trajetória futura da dívida podem levar a um aumento do risco de crédito nessa classe de papéis e resultar em uma migração para outros ativos, ou mesmo em uma fuga de capitais (Paula, 2008).

Entretanto, há de se atentar para a imposição de taxas de juros muito elevadas, pois emerge o risco ao equilíbrio fiscal, devido à incidência da taxa de juros sobre o estoque da dívida pública, ocasionando déficits cada vez mais elevados. Como consequência do aumento do estoque da dívida pública provocado por uma taxa de juros elevada é rigidez para a queda da própria taxa de juros elevada, visto que: (i) Aumento do risco de insolvência do governo, e com isso, os investidores preferem transferir-se para outros mercados, provocando uma desvalorização cambial, o que por sua vez, exerce pressão para uma alta da inflação; e (ii) Necessidade de aumento da carga tributária, onde o governo aumenta a alíquota dos impostos ou cria novas contribuições para evitar que a dívida pública entre em uma rota explosiva (Mendonça, Dezordi & Curado, 2009). Além disso, o curto prazo no vencimento dos títulos confere aos investidores a oportunidade de recompor suas carteiras de acordo com a conjuntura econômica e rearrumá-la da maneira mais rentável possível. A velocidade conferida aos investidores de alterarem a composição das carteiras deixa em dúvida o efetivo poder do governo de comandar a administração da dívida pública, visto que os ganhos obtidos em determinado momento podem ser revertidos assim que mudem as condições econômicas (Lopreato, 2006 a).

Ao definir o regime fiscal e decidir contemplar certas demandas sociais, verificou-se uma maior rigidez à política de gastos. Se anteriormente, a inflação e o déficit geravam espaços de acomodação do montante das receitas vinculadas e dos gastos obrigatórios, a partir do novo paradigma tornou a geração de superávits primários obrigatórios que ao lado do crescente pagamento de juros impuseram um baixo ritmo de crescimento econômico e impôs sérios limites ao atendimento simultâneo de todas as demandas que recaem sobre o orçamento (Lopreato, 2006 a).

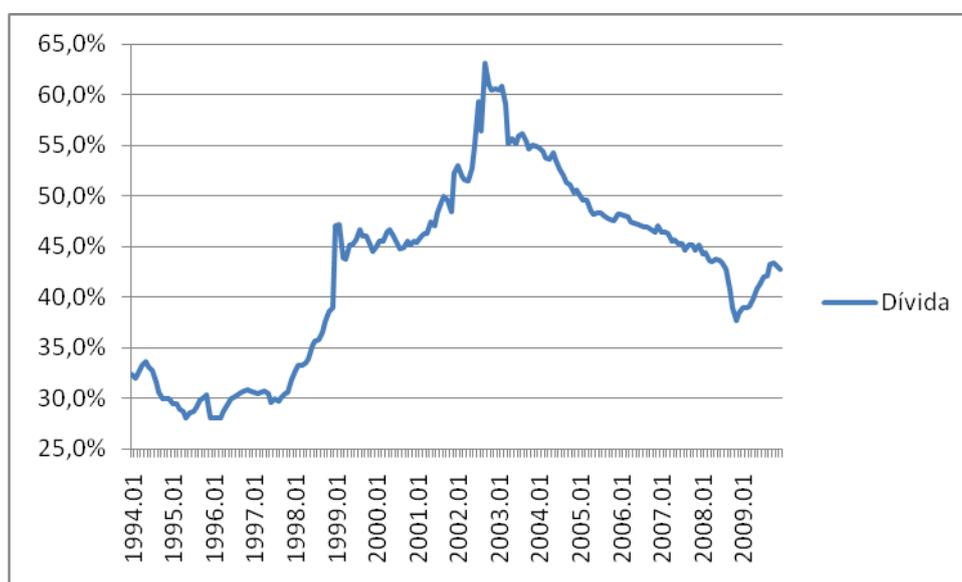
Apesar dos crescentes cortes de gastos sociais do governo, a política de superávits esbarrou em crescentes gastos por parte da política macroeconômica: (i) Ao *hedge* fornecido aos agentes econômicos expostos as operações em moeda estrangeira,

sejam devedores de moeda estrangeira, sejam operadores de trocas mercantis com o exterior (Biasoto, 2006); (ii) com os crescentes juros da política monetária que aumentaram os gastos financeiros do governo. Onde a elevada taxa de juros, superior à taxa de crescimento da economia brasileira gera um efeito desestabilizador ao impor sucessivos déficits nominais (Moreira, 2009).

A variação da dívida líquida pode ser explicada pelo montante de juros pagos, resultado primário e outros fatores como senhoriagem, privatizações, assunção de passivos ocultos, desvalorização cambial e ajustes contábeis. Essa variação pode ser representada pela expressão:  $VDL = JR - RP + OF$ ; onde: VDL = Variação da dívida líquida; JR = Juros Reais; RP = resultado primário; OF = outros fatores.

Contudo, a altamente recessiva Política de juros adotada pelo Banco Central com vias de atrair capitais especulativos impunha à economia brasileira um preço muito alto, e com isso, a dívida líquida brasileira do setor público acelerava rapidamente. Não é por menos que a dívida pública cresceu 40% entre os anos de 1994 e 1998. À medida que a maior parte da dívida pública interna estava associada à taxa Selic, a cada aumento da mesma, os custos do serviço da dívida aumentavam consideravelmente, e conseqüentemente, aumentou-se também o estoque da dívida pública (Belluzo & Almeida, 2002).

Gráfico V: Brasil: Evolução da dívida pública líquida/PIB



Fonte: Ipeadata

O gráfico acima relata a evolução da dívida líquida do setor público em

relação ao PIB. O mercado observa esse índice como sendo o principal indicador de solvência da dívida pública do Brasil. A dívida chega a 50% no biênio 1999 – 2000, chegando ao recorde histórico de 63,9% em setembro de 2002, devido à desvalorização cambial, e encerrando 2002 no nível de 55,9%, após a apreciação cambial ocorrida ao final desse ano (Moreira, 2009).

## CAPITULO III: A REDEFINIÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E OS EFETIVOS RESULTADOS

### 3.1 - Segundo Mandato de Fernando Henrique Cardoso “FHC” (1999-2002)

Em 1999 começa o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC) e a troca do câmbio fixo pelo flexível, e a partir de junho, do início do regime monetário de metas de inflação e da obtenção de elevados superávits primário, tendo como instrumento primordial de atuação a manipulação das taxas de juros e a fixação das reservas compulsórias. O período entre 1999-2002 ficou marcado por sucessivas crises de balanços de pagamentos: 1999, 2001 e 2002, e com isso vieram os respectivos planos de estabilização do FMI, que passaram a monitorar externamente a economia brasileira a partir de parâmetros macroeconômicos explicitados nos acordos estabelecidos. Além disso, houve ainda a queda do nível de atividade econômica dos EUA em 2000 por conta do estouro da bolha especulativa que ocorreu na NASDAQ, às dificuldades incorridas pela União Européia, a estagnação japonesa e a crise argentina, que quase provocou o fim do MERCOSUL (Filgueiras, 2000).

O ano de 1998 terminou com os dois últimos trimestres apresentando queda na produção puxada pela queda dos bens de capital, investimentos, bens de consumo duráveis e na indústria de transformação, devido à crise cambial em resposta a instabilidade provocada pela crise russa, e a com conseqüente elevação brutal da taxa de câmbio que ocorreu no final do ano e que acabou com o regime monetário de ancora cambial.

Em comparação com o mesmo período de 1998, o primeiro trimestre de 1999 apresentou uma queda sensível do nível de atividade, apesar de ter apresentado uma melhora em relação aos dois últimos trimestres de 1998. As exportações diminuíram em virtude da recessão dos países latino-americanos, principais mercados das manufaturas brasileiras, e pela queda dos preços das commodities no mercado internacional. Além disso, o petróleo registrou um aumento de preços superior a 100% em um ano, deteriorando os termos de troca do país. Deste modo, o ano foi marcado por uma queda no nível de emprego e do salário real.

Ao longo do ano, a taxa de juros e o volume das reservas compulsórias diminuíram, fazendo a Selic cair de 45% a.a. (março) para 19% a.a. (dezembro). O Copom optou por diminuir a taxa de juros tendo em vista que se apontava para o cumprimento da meta além da alta capacidade estalada disponível. Essa redução propiciou a recuperação das condições de crédito, fazendo a economia passar por um pequeno período de crescimento que durou a crise americana de 2000.

Em junho de 1999, o Brasil adota o regime monetário de metas de inflação e o regime de metas de superávit, com a intenção de que este se torne uma bússola e balize as expectativas, além de aumentar a carga<sup>23</sup> tributária e retrain os gastos primários do governo. Nesse ano, o esforço fiscal do governo foi superior as metas divulgadas ao mercado, o que agravou a situação econômica e impactou um crescimento do PIB de 0,8%, e uma queda de 0,7% se comparados a termos per captos (Relatório de inflação, ano 1, n. 1, 2,3). Como visto, o mau cenário externo e a atuação pró cíclica por parte do Banco Central em manter o compromisso em perseguir a meta de inflação foram os responsáveis pelo baixo crescimento econômico e pela manutenção do alto desemprego observado a partir da crise cambial.

No ano 2000, houve recuperação econômica<sup>24</sup> com o devido controle da inflação, 6%, e valorização do Real até que ocorreram mudanças no cenário externo a partir do início da desaceleração da economia norte americana, após o estouro da bolha financeira que causou profundos impactos nas bolsas de valores de todo o mundo (Filgueiras, 2000). Em relação ao panorama interno, houve melhora na confiança dos consumidores e dos empresários, expansão do crédito, fim da tributação do crédito familiar, redução das taxas de juros cobradas aos empréstimos pessoas, queda nas taxas de juros e redução das reservas compulsórias. Deste modo, a economia apresentou um crescimento de 4,4% neste ano. O crescimento foi puxado pelo aumento dos investimentos, das exportações e da recuperação dos preços agrícolas.

Em 2001, a evolução da crise argentina, o estouro da bolha especulativa do mercado de ações em todo o mundo e os acontecimentos de 11 de setembro, impactaram fortemente as expectativas do mercado financeiro internacional, e deste modo, as altas taxas de juros praticadas não foram eficazes em atrair capitais estrangeiros. Apesar do panorama de piora da performance econômica, o Banco Central limitou-se a conter a

---

<sup>23</sup> Elevação das alíquotas da COFINS, PIS, CPMF e ICMS.

<sup>24</sup> Puxado pelo crescimento do investimento direto estrangeiro.

propagação das perturbações enfrentadas pela economia, relacionadas à depreciação cambial e à elevação dos preços monitorados. Deste momento em diante, o Banco Central reverteu sua própria tendência de diminuir a taxa Selic e voltou a aumentá-la (Bresser & Silva, 2009).

Segundo Bresser & Silva (2009), essa estratégia foi um erro e um momento de fraqueza das autoridades monetárias por terem dado mais atenção à vulnerabilidade externa brasileira do que deveria. Conseqüentemente, chamou-se a atenção dos credores externos, culminando com mais uma crise de balanço de pagamentos. Além da habitual manipulação das taxas de juros, o Banco Central conduziu a política monetária de maneira mais restritiva visando manter a inflação anual dentro do intervalo de tolerância estabelecido, o que se mostrou em vão, fazendo a taxa de inflação chegar a 7,7%.<sup>25</sup>

A partir de abril<sup>26</sup>, uma nova fuga de capitais se abateu sobre a economia brasileira implicando em mais um aumento da Selic. E assim como o ocorrido em 1998, o governo assinou um novo acordo com o FMI a fim de se salvaguardar da nova crise cambial que se desenhava, antes mesmo do término do acordo anterior, de 1998. Deste modo, mais uma desaceleração se abateu sobre a economia brasileira, registrando um crescimento de 1,3% aumentando a taxa de desemprego (Filgueiras, 2000).

Após janeiro de 1999, o Banco Central passou a atuar esporadicamente no mercado à vista, ausentando-se do mercado de derivativos de câmbio<sup>27</sup>. Em 2001, a fim de moderar o ímpeto do ataque especulativo, o Banco Central agiu à base de intervenções pontuais no mercado à vista de câmbio, todavia, logo foi convencido de que, mediante o nível de reservas disponíveis, a demanda existente não seria atendida. Sendo assim, limitou as intervenções a uma soma de US\$ 3 bilhões para o restante do ano<sup>28</sup>, e aumentou a proporção de títulos públicos indexados ao câmbio (Farhi, 2006).

Farhi (2006) identifica esse anúncio como uma confissão de impotência da autoridade monetária e sinalizou para novas altas da taxa de câmbio. Após os atentados de 11 de setembro, obstinando-se a aumentar novamente a taxa de juros, o Banco Central utilizou-se de outros instrumentos de política monetária e de regulação, tais

---

<sup>25</sup> O aumento do IPCA foi resultado do repasse da taxa de câmbio para os preços e do aumento dos preços administrados.

<sup>26</sup> Em paralelo, o Brasil incorreu em uma crise energética em função de uma baixa nos reservatórios das usinas hidroelétricas, agravada pela falta de direção da política de privatização das empresas de energia elétrica e do modelo adotado para gerenciamento do setor, resultando em uma política de racionamento de energia para famílias e empresas, o que afetou a capacidade de produção da economia.

<sup>27</sup> Devido a proibições sancionadas nos acordos com o FMI de 1999 e de 2001.

<sup>28</sup> Dividida linearmente, resultando na venda diária de US\$ 50 milhões.

como redução do nível da alavancagem nas posições de câmbio e a elevação dos depósitos compulsórios dos bancos, além de indicar ao mercado que considerava excessiva a desvalorização cambial ao ofertar um volume abrupto de títulos públicos indexados ao câmbio.

O ano de 2002 se notabilizou como um ano de deterioração do cenário internacional com o aprofundamento da crise americana e a perspectiva de uma nova guerra no oriente médio.

A partir de abril, deflagrou-se uma nova crise cambial, com uma abrupta fuga de capitais e uma grande desvalorização do real, aprofundando a fragilidade financeira do setor público com o crescimento continuado da relação dívida pública/PIB. Com a eminente vitória de Lula, e as incertezas provocadas pelas suas propostas em eleições passadas<sup>29</sup>, grandes incertezas assolaram a economia brasileira, intensificando movimentos especulativos contra o real, agravado pelo vencimento de grandes parcelas da dívida até o final do ano. Esse panorama fez com que o Banco Central aumentasse novamente a taxa de juros, o que, juntamente com o cumprimento das metas fiscais acordadas com o FMI, prejudicou o desempenho da economia brasileira, com um crescimento 2,7% (Filgueiras, 2000).

O crescimento do PIB foi puxado pelo crescimento da balança comercial, mediante aumento das exportações de 8,6% e redução das importações de 12,2%, dado vertiginoso aumento do câmbio. Em relação ao consumo interno, verificou-se uma queda no nível de salários e emprego, o que provocou um decréscimo no consumo das famílias em 0,7%. Por conta do aumento dos juros, os investimentos reduziram 4,1%. Do lado do governo, destaque para uma atuação pró-cíclica acima da meta estabelecida para o superávit primário, 3,92% (Relatório de Inflação v.5 n.1, 2003).

Deste modo, a inflação foi altamente afetada pelo efeito de *pass through* do câmbio para os outros preços, resultando em um processo concomitante entre fatores inércias resultantes da transmissão para os preços administrados da forte desvalorização cambial, e da acentuação do movimento de elevação dos preços internacionais das commodities (Farhi, 2006).

Com receio de aumentar ainda mais o passivo pela maior expansão da dívida pública e de perder todas as suas reservas, o Banco Central passou a oferecer

---

<sup>29</sup> Dentre elas, a possibilidade de uma moratória interna e externa.

instrumentos de hedge cambial<sup>30</sup>, pois não pressionariam tanto a dívida pública, sobretudo a parcela indexada ao câmbio. Para isso, o Banco Central conseguiu uma autorização com o FMI para lançar *Swaps*<sup>31</sup> cambiais sob a condição de que estes estivessem vinculados às LFT's<sup>32</sup>. Desta maneira, o Banco Central estaria comprado em taxa de juros prefixadas em reais, e vendido na variação da taxa de câmbio nominal cambial. Contudo, tal vinculação com títulos prefixados mostrou ser um erro de formato do novo instrumento e teve como consequência a reação em cadeia nos mercados secundários. Os agentes como um todo se interessaram apenas nos *swaps* garantidos pela correção da taxa de câmbio e não estavam interessados em manter títulos prefixados em carteira em um contexto de instabilidade financeira. A consequência disso foi uma acentuada queda nos preços<sup>33</sup>, contaminando toda a estrutura de preços dos títulos públicos. Após um mês, o Banco Central desistiu de vincular os *swaps* cambiais às LFT's. e começou a negociar *swaps* “solteiros”<sup>34</sup>, além de manter as colocações dos títulos do tesouro nacional indexados ao câmbio (Farhi, 2006)

Após a eleição de Lula em outubro de 2002, e com a publicação da carta aos brasileiros<sup>35</sup>, as autoridades monetárias optaram por manter e aprofundar a política monetária<sup>36</sup>- fiscal anterior, e também a dar continuidade às reformas institucionais microeconômicas. A nova administração sinalizou com a continuidade em relação às políticas macroeconômicas anteriores. Deste modo, o mercado avaliou que não haveria qualquer alteração relevante de política, diminuindo a probabilidade de *default*, revertendo o fluxo de fuga de capitais, valorizando o real e reduzindo a inflação (Bresser & Gomes, 2009).

Todos esses processos deterioraram rapidamente as contas externas juntamente com uma crescente piora das finanças do setor público provocadas pelas altas taxas de juros, apesar dos pequenos déficits fiscais primários anuais. A permanente

---

<sup>30</sup> Seguro feito a fim de se proteger o preço de um mercado físico contra variações adversas de taxas, moedas ou preços.

<sup>31</sup> Contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar ativos ou fluxos financeiros em um prazo predeterminado.

<sup>32</sup> Títulos públicos prefixados de curto prazo. A essa época as LFT's possuíam um vencimento médio de 360, remunerados à Selic pós fixada (Relatório de Inflação, v.5 n.1, 2003).

<sup>33</sup> O que equivale a uma súbita alta nos juros.

<sup>34</sup> Sem a obrigatoriedade de aquisição daqueles papéis

<sup>35</sup> Nome dado a uma carta aberta feita por Lula, se comprometendo, em caso de vitória, o PT respeitaria os contratos nacionais e internacionais.

<sup>36</sup> Aumento da taxa de juros visou provocar uma queda da demanda dos bens não contaminados pelo câmbio de forma que a queda de seus preços compensasse a alta de preço dos demais, reduzindo o impacto inflacionário do *pass through* (Farhi, 2006).

política de taxas de juros elevadas, a fim de atrair capitais estrangeiros e rolar a dívida pública, conteve a dinâmica de crescimento do PIB e elevou sistematicamente a dívida líquida do setor público<sup>37</sup>. Neste processo, importantes cadeias produtivas foram desestruturadas e/ou desnacionalizadas, dificultando posteriores retomadas de políticas industriais (Filgueiras, 2000).

Com o fim da ancora cambial, a inflação, embora controlada, não obteve mais taxas próximas a zero, uma vez que o regime de câmbio flutuante implica em absorver e amortecer impactos negativos no balanço de pagamentos via variações na taxa de câmbio. Entretanto, na prática, flutuações cambiais em países financeiramente dependentes e com baixa competitividade internacional não são exceções ou meramente eventuais, tampouco são suaves, quando ocorrem (Filgueiras, 2000).

**Tabela 1: Brasil: Dados macroeconômicos 1999-2002**

	Crescimento	Câmbio	Dívida Pública / PIB	Inflação	Taxa Selic	Salário Mínimo	Gastos de Governo	
Ano	%	R\$	%	%	%	R\$	R\$ Milhões	% <sup>38</sup>
1999	0,79%	1,81	45,50%	8,94%	26,9%	136	216.174	1,69%
2000	4,31%	1,83	45,51%	5,97%	17,5%	151	226.085	-0,15%
2001	1,31%	2,35	48,01%	7,67%	17,6%	180	258.043	2,74%
2002	2,66%	2,92	56,39%	12,53%	19,6%	200	304.044	4,75%
<b>Média</b>	<b>2,27%</b>	<b>2,23</b>	<b>48,85%</b>	<b>8,78%</b>	<b>20,4%</b>	<b>167</b>	<b>251.086</b>	<b>2,26%</b>

Fonte: Ipeadata

O segundo governo FHC sempre adotou a mesma resposta padrão para as crises cambiais: a realização/aprofundamento de ajustes fiscais seguidos por um aumento do superávit primário, que é anulado em parte por vir acompanhado pela subida da taxa de juros, aumentando assim a dívida pública. Deste modo, evidenciou-se que as políticas econômicas ortodoxas aplicadas implicaram fortes impactos negativos ao nível da atividade econômica (Filgueiras, 2000). O modelo de estabilização implantado tem sido acompanhado por rápido crescimento do passivo da economia, aumentando consideravelmente a vulnerabilidade da economia brasileira a um choque externo (Belluzzo & Almeida, 2002). Em relação ao crescimento econômico, de 1999 a 2002, a economia teve um desempenho fraco, e muitas vezes inferior a taxa de

<sup>37</sup> Tanto em termos absolutos quanto em termos relativos em relação ao PIB.

<sup>38</sup> Variação dos gastos do governo em relação ao PIB frente ao ano anterior

crescimento populacional, de 9,3% com uma inflação de 39,87% nos quatro anos e com relação dívida pública/PIB que, no início do mandato estava em 47,1% e no término, com 60,6%.

### 3.2 – Primeiro Mandato de Luis Inácio “Lula” da Silva (2003 – 2006)

Logo após a eleição de Lula, no último trimestre de 2002, começa haver uma reversão no ciclo internacional de liquidez, inaugurando uma nova fase abundante em liquidez para as economias emergentes, decorrente do aumento da disposição ao risco nos mercados globais e de uma busca desenfreada por rendimentos<sup>39</sup>. Além disso, ocorreu uma elevação dos preços das *commodities* e de produtos semi industrializados, propiciando uma elevação<sup>40</sup> dos fluxos de capitais e a geração de expressivos superávits comerciais (Farhi, 2006).

A previsão do mercado financeiro, de que em termos macroeconômicos o novo governo daria continuidade ao trabalho feito pelo antecessor, se cumpriu. Isso acalmou credores, provocando reversão no fluxo de capitais, o que apreciou ativos e a moeda (Filgueiras, 2000).

Desta forma, a melhora das contas externas do país e a recuperação da confiança no governo sinalizaram uma oportunidade para que o novo governo desenvolvesse uma estratégia de queda da taxa de juros. Entretanto, a decisão tomada foi na direção oposta, onde o Banco Central preocupou-se apenas em sinalizar ao mercado de que as prioridades anteriores seriam mantidas, controle inflacionário e uma política fiscal restritiva. (Bresser & Gomes, 2009). Apesar de já praticar a dita política macroeconômica consistente, somada a grande capacidade ociosa, o Banco Central optou por fazer mais um acordo com o FMI cujo intuito seria o de prevenir eventuais crises de balanços de pagamentos e de sinalizar ao mercado o compromisso com a austeridade. E assim como nos acordos anteriores, as autoridades monetárias imprimiram toda uma gama de políticas pró-cíclicas encampadas pelo Fundo (Relatório

---

<sup>39</sup> Essa fase se deu até a crise do *subprime* com a falência do Lehmann Brothers em 2008, apesar de ter sido entrecortada por minúsculos de reversão, em grande parte em função do processo de elevação das taxas de juros básicas das economias desenvolvidas, em especial a norte americana.

<sup>40</sup> Tal elevação provocou um choque exógeno de preços que foi contrabalanceado pela apreciação cambial a partir do fim do primeiro semestre em virtude da reversão da fuga de capitais.

de Inflação V.6, n.1, 2004). Essa atitude reduziu o risco país<sup>41</sup> e estabilizou o câmbio e as expectativas inflacionárias. Entretanto, a taxa de juros permaneceu em um patamar extremamente elevado apesar das condições internacionais favoráveis (Bresser & Gomes, 2009).

Desta forma, a economia brasileira apresentou um crescimento de 1,1%. Na perspectiva da oferta destaque para o crescimento de 5% do setor agropecuário. Sob a perspectiva da demanda destaque para as exportações que cresceram 14,2%, frente a uma queda de 1,9% das importações em comparação com o ano anterior. Entretanto, os altos juros e a economia do setor público com um superávit primário de 4,32%, superior a meta de 4,25%, fizeram com que o houvesse uma queda de 6,6% nos investimentos, de 1% na produção da indústria, de 3,3% no consumo das famílias, fazendo com que a capacidade instalada da indústria terminasse o ano com 80,3%. Contudo, o último trimestre de 2003 apontava para recuperação da atividade econômica por conta do aquecimento do ritmo das atividades, abrindo caminho para que 2004 registrasse um crescimento de 5,7%. Tal recuperação foi possível mediante a redução dos juros por parte do Banco Central, que depois de um pico de 26,5% maio, terminou o ano com 16,5% (Relatório de Inflação V.6, n.1, 2004).

Com o romper do ano de 2004, outros choques exógenos convergentes elevaram a taxa de inflação por causa de um novo aumento dos preços internacionais das *commodities*, da maior volatilidade da taxa de câmbio, da queda na safra de hortifrutigranjeiros devido a fatores climáticos, da presença de mecanismos de indexação<sup>42</sup>, do aquecimento da demanda e pelo crescimento médio dos preços administrados na ordem de 9,8%. Deste modo, o Banco Central optou por seguir seu compromisso com o regime de metas de inflação independente do pífio desempenho econômico de períodos anteriores e empreendeu uma nova elevação da taxa básica de juros, elevando-a de 16,5% para 17,75%. (Farhi, 2006; Relatório de Inflação v.6 n.4, 2004). Após arrefecer a economia no último trimestre de 2004, o Banco Central redige no Relatório de Inflação (V.7, n.1: 7) que “a expansão econômica ocorre em um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação”, além de que elevações de preços e a redução do ritmo de crescimento da economia seriam normais visto que a economia sofria um

---

<sup>41</sup> Indicador de Risco Soberano, em inglês *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+)

<sup>42</sup> Aumento da inflação inercial.

aquecimento da demanda resultando em um produto de pleno emprego, conforme relatada em “níveis de produção historicamente elevados”<sup>43</sup>. Deste modo o Banco Central impõe a economia brasileira um comportamento extremamente cíclico.

Neste ano a economia apresentou um crescimento de 5,7%. Com ênfase, do lado da demanda, para o crescimento de 18,6% das exportações, 11,8% dos investimentos, 3,9% do consumo das famílias. Do lado da oferta, ênfase para o crescimento de 6,3 da produção industrial, 5,9% da construção civil, além do crescimento no nível de salário e emprego. Em relação ao setor público, nova superação da meta de superávit primário, onde se atingiu 5,3% com uma meta de 5%, muito em função de um aumento de arrecadação movido pelo crescimento maior crescimento do PIB (Relatório de Inflação v.6 n.4, 2004).

A manutenção das altas taxas de juros, o aumento das exportações, a contínua redução do risco país<sup>44</sup>, e a desvalorização do dólar americano frente a outras moedas<sup>45</sup>, atraiu cada vez mais o interesse dos especuladores mais agressivos que valorizaram o Real<sup>46</sup>, o que contribuiu para a queda da taxa de inflação e para alcance da meta prevista, 7,6%<sup>47</sup>, dado um limite máximo de 8% (Bresser & Gomes, 2009; Farhi, 2006).

Em 2005 a política monetária adotada foi similar à política do ano anterior, sendo assim, o Banco Central realizou nova elevação da taxa de juros, a fim de convergir para o alcance da meta. Da mesma forma que em 2004, novos choques exógenos<sup>48</sup> fizeram com que o IPCA atingisse 2,68% nos primeiros quatro meses do ano, pouco mais da metade da meta de 5,1% perseguida pelo Banco Central para todo o ano de 2005. Deste modo, o PIB apresentou um crescimento de 3,2 (Farhi, 2006).

Em 2005, a produção agropecuária sofreu com condições climáticas desfavoráveis, reduzindo a produção e impactando nos preços domésticos. Por outro

---

<sup>43</sup> Página 10 do relatório de inflação v.7 n.1

<sup>44</sup> Devido ao expressivo recuo da relação dívida líquida do setor público/PIB e pela redução da dívida cambial.

<sup>45</sup> A partir de janeiro de 2005, o dólar voltou a se valorizar diante das outras moedas, enquanto o real continuava a se apreciar, por conta de uma taxa Selic em trajetória de constante alta.

<sup>46</sup> Esse cenário contribuiu para captações de bônus soberanos, com Spreads inferiores, em montante superior a meta prevista e facilitou o acesso de empresas residentes a recursos estrangeiro, inclusive com captações em reais a partir de novembro (Relatório de Inflação, Volume 6, nº4)

<sup>47</sup> EM 2004, o Banco Central se viu obrigado a alterar o centro da meta de 3,75%a.a. para 5,5%a.a. devido a um aumento da inflação acima do esperado.

<sup>48</sup> Elevação dos preços internacionais dos grãos, metais e do petróleo e de fatores climáticos como a forte estiagem na região sul do país, aumento dos preços monitorados como aumentos das tarifas dos ônibus urbanos após as eleições municipais, aumentos das tarifas de energia elétrica acima do esperado autorizado pela ANEEL.

lado, sob a ótica da demanda, observou-se crescimento do consumo das famílias de 3,1%<sup>49</sup>, das exportações de 11,6%, dos investimentos e dos gastos de governo na ordem de 1,6%, e sob a ótica da oferta, da produção industrial em 2,5%, enquanto que a taxa de desemprego fechasse o ano em 8,3%. Apesar dos aumentos do gasto do governo<sup>50</sup>, houve um aumento maior que o gasto adicional, o que proporcionou uma economia para o superávit primário de 4,84%, superior a meta de 4,75% (Relatório de Inflação v.8 n.1, 2006).

Até a crise financeira de 2008, a economia mundial presenciou um forte crescimento dos preços das commodities como um todo conforme observado no gráfico 6. Deste modo, a economia internacional imprimiu fortes choques externos à economia brasileira, o que condicionado pela alta ortodoxia do Banco Central, propiciou elevadas taxas de juros reais<sup>51</sup>. Contudo o Banco Central resiste em admitir à ocorrência de choques exógenos, indicando que a diretoria do Banco Central presidida por Henrique Meireles não aceita aplicar o preceito de atuação diante de choques de oferta, elaborado na gestão anterior. Admitir a existência de choques exógenos implica aceitar a possibilidade da taxa de inflação se distanciar do centro da meta e de se aproximar da faixa superior da meta (Farhi, 2006). No que tange o setor externo, as exportações foram beneficiadas pelo aumento do comércio mundial motivado por um maior impulso das economias centrais. Do ponto de vista financeiro, o risco país apresentou novo recorde histórico mínimo em dezembro, onde o Banco Central identificou como resultante dos seguintes fatores: (i) melhoria consistente dos fundamentos da economia brasileira; (ii) Constantes superávits comerciais; (iii) A eficiência do regime de superávit primário; (iv) queda da inflação, com o segundo atingimento consecutivo da meta; (v) melhoria do perfil do endividamento externo público por conta: (a) da antecipação do pagamento do saldo devedor com o FMI<sup>52</sup>, finalizando o acordo, (b) pelo início de uma série de *calls* de compra de títulos da dívida soberana<sup>53</sup>, *Bradies*, frente ao Clube de Paris<sup>54</sup>; (vi) ganhos acrescidos de uma maior maturação de parte dos investimentos feitos a partir de 2004, o que viabilizaram uma maior flexibilização da política

---

<sup>49</sup> Devido a um aumento no nível de emprego, salário e das condições de crédito.

<sup>50</sup> Cabe ressaltar um importante processo de desoneração de investimentos produtivos iniciada em 2005.

<sup>51</sup> Em 2004, a taxa real de juros brasileira se tornou a maior do mundo.

<sup>52</sup> Inicialmente, o acordo previa que o montante seria amortizado até 2008.

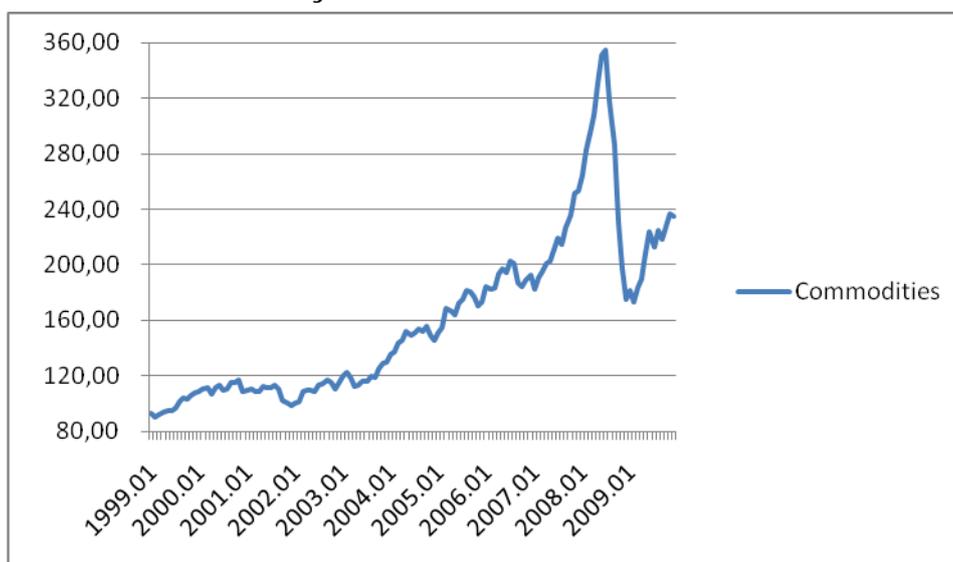
<sup>53</sup> Inicialmente, o acordo previa que o montante seria amortizado completamente entre 2007 e 2010.

<sup>54</sup> O Clube de Paris é uma instituição informal constituída por 19 países desenvolvidos com o intuito prestar auxílio financeiro à países com dificuldades econômicas.

monetária sem que houvesse pressão nos preços (Relatório de Inflação v.8 n.1, 2006).

O Banco Central reconheceu que a pressão sobre a taxa de câmbio provinha de operações financeiras e que tais operações estariam dificultando a elevação da taxa de juros projetada para prazos mais longos, sendo assim, o Banco Central passou a ofertar derivativos cambiais, denominados *swaps* reversos com características opostas às dos *swaps* cambiais emitidos em 2002. A nova categoria de *swap* objetiva proporcionar aos investidores um retorno semelhante à compra de reais contra dólares e sua aplicação à taxa CDI<sup>55</sup>. Para o Banco Central, a operação tem um resultado semelhante a uma compra futura de dólares pagando juros do CDI. Desta maneira, este instrumento contém todos os ingredientes buscados pelos investidores, através de complexas operações de engenharia financeira. Cabe ressaltar que da mesma maneira que em 2002, o Banco Central forneceu liquidez aos investidores, além de contribuir para a elevação do volume de derivativos de câmbio do real. Desta maneira, o Banco Central conseguiu atenuar o movimento de queda da taxa de câmbio (Farhi, 2006).

Gráfico VI: Brasil: Preço médio das commodities em US\$



Fonte: Ipeadata

Em 2006, a economia brasileira atingiu um crescimento de 4% havendo evolução em todos os grandes setores produtivos, tendo a indústria um crescimento de 3% e a agropecuária de 3,2%. Do lado das contas nacionais os investimentos obtiveram um crescimento de 6,3%, o consumo das famílias cresceu 3,7% e os gastos do governo

<sup>55</sup> Certificados de Depósitos Interbancários.

criaram 1,9%<sup>56</sup>. A taxa de desemprego fechou o ano no patamar de 9,1% com um aumento nominal dos rendimentos médios de 8,1%<sup>57</sup> no ano. Mais uma vez cumpriu-se a meta, 4,25%, de superávit fiscal economizando-se 4,32% do PIB (Relatório de Inflação, v.8 n.4, 2006; Relatório de Inflação v.9 n.1, 2007).

Do ponto de vista externo, inicia-se um processo de arrefecimento da atividade econômica nos países centrais, com destaque para a diminuição da atividade econômica americana em virtude do esfriamento do mercado imobiliário. Em relação ao balanço de pagamentos obteve-se o quarto superávit consecutivo com crescimento das exportações de 5,3% contra um crescimento das importações de 16,1%<sup>58</sup> além de um maior superávit na conta de capitais propiciado por um novo recorde do risco país, quando em fevereiro de 2006 o índice alcançou 178 pontos. Esse imenso superávit da conta de capitais fez com que o Banco Central interviesse no mercado de câmbio tanto para segurar a cotação do Dólar e impedir que houvesse uma sobrevalorização cambial tanto para recompor as reservas internacionais após sucessivos processos de recompra de títulos da dívida soberana externa (Relatório de Inflação, v.8 n.4, 2006; Relatório de Inflação v.9 n.1, 2007).

**Tabela 2: Brasil: Dados macroeconômicos 2003-2006**

	Crescimento	Câmbio	Dívida Pública / PIB	Inflação	Taxa Selic	Salário Mínimo	Gastos de Governo	
Ano	%	R\$	%	%	%	R\$	R\$ Milhões	%
2003	1,15%	3,08	56,53%	9,30%	23,1%	240	329.596	1,15%
2004	5,71%	2,93	52,68%	7,60%	16,4%	260	373.284	4,09%
2005	3,16%	2,43	48,48%	5,69%	19,1%	300	427.553	2,30%
2006	4,00%	2,18	47,25%	3,14%	15,1%	350	474.773	2,58%
<b>Média</b>	<b>3,50%</b>	<b>2,65</b>	<b>51,23%</b>	<b>6,43%</b>	<b>18,4%</b>	<b>288</b>	<b>401.302</b>	<b>2,53%</b>

Fonte: Ipeadata

O primeiro governo Lula começou sob fortes desconfianças que foram sendo desfeitas após o comprometimento em se manter a política macroeconômica ortodoxa aplicada pelo governo anterior, fazendo-o de duas maneiras: convidando

<sup>56</sup> Influenciados em grande parte pelo aumento do salário mínimo e pelos reajustes no bolsa família e demais transferências de renda.

<sup>57</sup> Deflacionando-o pelo INPC, obtêm-se um salário real de 4,7%

<sup>58</sup> Muito influenciado pelo aumento dos investimentos.

Henrique Meireles<sup>59</sup> e acordando um plano de ajuda com o FMI que visaria servir de salvaguarda para eventuais crises de balanço de pagamentos, tal como feito por seus antecessores na crise de 98/99, e a manter garantias formais de que o governo manteria as políticas macroeconômicas anteriormente aplicadas. Do ponto de vista externo, a política econômica se deparou com um período de vigorosa expansão econômica e de incrível aumento no preço das commodities com ausências de crises de balanços de pagamentos. Por conta do acordo com o FMI a política econômica foi altamente recessiva, onde o crescimento econômico se pautou basicamente por conta de aumentos das exportações. As altas taxas de juros frearam um maior crescimento dos investimentos, essenciais para um maior crescimento econômico e para a retomada de níveis de emprego mais próximos do plano emprego. Em relação à inflação, todos os esforços foram feitos para ter-la sob controle, onde apenas em 2003 a inflação efetiva excedeu a meta estabelecida. A inflação desses quatro anos foi de 28,7% com um crescimento de 21,7%, com uma média de 3,5%. Em relação à taxa Selic, o governo começou com uma taxa de 25,5% a.a. e terminou com uma taxa de 13,75% a.a., com um pico de 26,5% a.a., muito em função de uma maior expansão monetária no centro, que permitiu reduzir a taxa de básica de juros mantendo-se grande diferença entre as taxas internas e externas. Em relação à dívida do setor público, observou-se uma diminuição sensível onde a relação do início do mandato era de 60,5% e a do término do mandato era de 47%.

### 3.3 – Segundo Mandato de Luis Inácio “Lula” da Silva (2007 – 2009)

Com o deflagrar do segundo semestre de 2007, surge a crise do *subprime* que rompeu com a serenidade apresentada pela economia mundial pós 2003. Tudo começou com um expressivo aumento da inadimplência no mercado hipotecário norte americano aumentando subitamente a incerteza a respeito dos potenciais prejuízos aos demais mercados financeiros e desmontou toda a engenharia financeira para garantir a constante oferta e demanda de títulos hipotecários. À medida que o tempo passou, maiores baixas contábeis se verificavam nos principais bancos do hemisfério norte em

---

<sup>59</sup> Conhecido mundialmente por seu trabalho no mercado financeiro, ex presidente do *Bank Boston* e típico

virtude da grande alavancagem praticada a partir de inovações<sup>60</sup> financeiras que possibilitaram uma fuga à regulação do acordo de Basileia<sup>61</sup>. Com o aumento da incerteza, o crédito minguou e o risco de falências se multiplicou. Deste modo, o governo americano flexibilizou<sup>62</sup> ainda mais a política monetária. Entretanto, a economia americana se encontrava na situação que Keynes caracterizou como armadilha da liquidez mediante expansão monetária, onde sob assimetria de informações em relação a seus próprios balanços e prejuízos e a alta percepção de risco a política monetária se mostrou ineficaz. Mediante o fracasso, o FED e Bancos Centrais europeus atuaram conjuntamente<sup>63</sup> a fim de atender a demanda por liquidez por parte das demais instituições financeiras. Durante esse período, a ortodoxia dominante deu lugar ao keynesianismo, desta forma, maiores expansões monetárias ocorreram em detrimento do compromisso com o combate à inflação<sup>64</sup> (Relatório de Inflação v.9, n.4, 2007; Relatório de Inflação v.10, n.1, 2008).

No Brasil, as autoridades monetárias optaram por ir ao mercado de câmbio a partir do início do ano e compraram US\$78,6 bilhões além de ampliar a posição credora da dívida externa para US\$ 18,8 bilhões como estratégia de reduzir a exposição externa a crises de balanço de pagamentos, conforme editado em passagem abaixo no Relatório de Inflação v.10, n.1 (2008:9):

``a expressiva acumulação de reservas, dentre outros desenvolvimentos<sup>65</sup>, segue reduzindo a exposição do país a riscos associados a choques de origem externa. Nesse contexto, é razoável concluir que, mantida a consistência das políticas macroeconômicas, traduzida no fortalecimento da demanda interna, mesmo em cenário de crise externa moderada, a economia brasileira reúne os requisitos para a manutenção do ciclo expansivo iniciado em 2004.``

Após a crise do *subprime*, no segundo semestre de 2007, o Brasil passou a enfrentar constantes déficits na conta de capitais por conta do expressivo aumento das

---

conservador linha dura.

<sup>60</sup> Títulos financeiros securitizados baseados em dívidas hipotecárias de cidadãos americanos comuns que se tornaram muito populares dentro do mercado financeiro devido à promessa de altos lucros no curto prazo.

<sup>61</sup> Fixou três pilares e 25 princípios básicos sobre contabilidade e supervisão bancária.

<sup>62</sup> A primeira resposta das autoridades americanas a crise foi à injeção de US\$ 168 bilhões.

<sup>63</sup> Dentre as ações coordenadas destaca-se: leilões de crédito à taxas menores do que as disponíveis pelas respectivas janelas de redesconto, criação de linhas de swap entre o FED, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco Nacional da Suíça (BNS), cortes de juros. Desta forma, visou-se aliviar a pressão sobre o dólar, visto que o mesmo começava a se depreciar frente o euro e iene (Relatório de Inflação v.10, n.1, 2008).

<sup>64</sup> A Inflação mundial de 2007 foi de 4,3%, muito em função dos constantes aumentos do preço do petróleo no mercado internacional.

<sup>65</sup> Dentre “outros desenvolvimentos” compreende-se o caráter pró cíclico característico do regime de superávit primário que propiciou uma queda na trajetória dívida pública/PIB, além da conquista da confiança dos agentes

remessas de lucros das sucursais em direção as matrizes devido problemas contábeis sofridos com a crise, processo esse verificado em todo o mundo.

No ano de 2007 a economia brasileira obteve um crescimento de 6,1%, terminando o ano com uma taxa de desemprego de 8%, sendo essa a menor taxa desde 2002, quando a pesquisa começou a ser feita. Decompondo o crescimento pela ótica da oferta obtêm-se: crescimento de 4,9% da indústria, 4,7% do setor de serviços e de 5,3% do setor agropecuário. Do prisma da demanda o crescimento se decompõe em: 6,5% proveniente do consumo das famílias; 3,1% dos gastos de governo; 13,4% do investimento<sup>66</sup>; e de 6,6% das exportações, contrabalanceado por um crescimento de 20,7% das importações<sup>67</sup>. Apesar do crescimento dos gastos de governo, houve o cumprimento das metas previstas de superávit primário onde se economizou 3,98% do PIB, 0,18% superior a meta prevista (Relatório de Inflação v.9, n.4, 2007; Relatório de Inflação v.10, n.1, 2008).

A inflação em 2007 fechou o ano em 4,46%, 0,04% abaixo do centro da meta estabelecida. Com destaque para a desaceleração dos preços administrados, 1,65% de aumento. Do ponto de vista interno, as maiores preocupações do Banco Central se refletiam em três pontos: (i) no deslocamento de culturas agrícolas para a produção de bicomustíveis; (ii) no aumento dos salários reais provenientes da escassez de mão de obra qualificada; e (iii) ao alto crescimento endógeno, via consumo das famílias, que causava preocupação visto que, para o Banco Central, o produto em exercício estaria a ponto de ultrapassar o produto natural. Em relação às variáveis exógenas percebeu-se o aumento do preço das commodities em função da forte demanda dos países asiáticos. Esse cenário impôs um medo referente a um efeito de pass through da inflação cheia para o núcleo de variação dos preços das commodities para o resto da economia, medo que se converteu em aumento das taxas de juros a partir de abril de 2008 (Relatório de Inflação v.9, n.4, 2007; Relatório de Inflação v.10, n.1, 2008).

Ao final do mês de janeiro de 2007, o governo federal lançou o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O PAC é um programa que engloba um conjunto de políticas econômicas planejadas para serem implantadas gradualmente durante os quatro anos seguintes e que vise acelerar o crescimento econômico do país prevendo

---

mediante o compromisso de metas de inflação seguido a risca desde o início do primeiro Governo Lula.

<sup>66</sup> Destaque para o aumento do investimento direto estrangeiro líquidos, totalizando US\$27,4 bilhões.

<sup>67</sup> Por conta de uma alta apreciação cambial até a crise do *subprime* e pelo aumento da importação de bens de capital por conta do aumento dos investimentos.

investimentos totais de R\$ 503,9 bilhões tendo prioridade em infra-estrutura, em áreas como saneamento, habitação, transporte, energia, recursos hídricos, entre outros.

Após 10 anos de utilização de políticas ortodoxas e pró cíclicas, a conjuração de austeridade fiscal e metas de inflação propiciaram uma redução da relação dívida pública / PIB e um aumento do nível de reservas internacionais provocando assim, uma melhora dos indicadores de solvência. Desta forma, o país obteve o título de grau de investimento de duas agências de *rating*, o *Standard & Poor's*, em abril, e o *Fitch Rating*, em maio. Deste modo, o Brasil deixava de fazer parte do grau especulativo. Essa nova classificação, aliada a alta política de juros reais, superiores às taxas de juros externas, propiciou uma entrada massiva de capitais apreciando ainda mais o câmbio.

O ano de 2008 foi marcado pelo agravamento da crise após a falência do Lehmann & Brothers<sup>68</sup> em setembro de 2008. Com a quebra do Lehmann & Brothers houve fuga de capitais em direção ao dólar frente todas as outras moedas, com exceção do iene, perda dos índices das principais bolsas de valores do mundo e um aumento acentuado da aversão ao risco, o que aumentou a seletividade na concessão de empréstimos e minou as fontes de financiamento de empresas brasileiras no exterior

O agravamento do cenário de incertezas impactou uma alta volatilidade ao câmbio, fazendo-o variar de uma taxa média mensal de R\$1,66/US\$1 em maio para R\$2,39/US\$1 em dezembro, o que gerou um pânico dentre os *policy makers* brasileiros a respeito de um possível efeito de *pass through* para os preços. A fim de se evitar um *over shooting* e de prover liquidez para o sistema financeiro o Banco Central realizou leilões de venda de divisas, ofereceu garantias a empréstimos, realizou operações em conjunto com FED oferecendo *swaps*, e assim como nas crises anteriores, elevou as taxas de juros como primeira resposta a uma crise<sup>69</sup>, visando aumentar a quantidade de capitais no mercado brasileiro e de se evitar o crescimento da inflação acima da meta. Neste período, observou-se um elevado crescimento do risco país, saindo de 179 em junho para 688 em outubro (Relatório de Inflação v.10, n.4, 2008; Relatório de Inflação v.11, n.1, 2009).

Conforme tendência já apontada no final de 2007, o ano de 2008 foi de deteriorização no do balanço de pagamentos, seja pelo aumento da remessa de lucros,

---

<sup>68</sup> À época, o Lehmann & Brothers era o quarto maior banco dos Estados Unidos.

<sup>69</sup> Havia ainda o temor por uma elevação nos preços domésticos em virtude da aceleração econômica pelo 12°

seja pela deteriorização da balança comercial, onde as exportações decresceram 0,6% em comparação com 2007, e as importações obtiveram um crescimento de 18,5 frente ao ano anterior. A queda das exportações, que interrompeu um longo período de crescimento, se deveu em muito a um arrefecimento da economia norte americana e européia e a excessiva valorização cambial pós concessão do grau de investimento pelas agências de *rating*. Já o desempenho das importações se deveu ao crescimento da renda e pela maior importação de bens de capital devido ao aumento dos investimentos (Relatório de Inflação v.10, n.4, 2008; Relatório de Inflação v.11, n.1, 2009).

Em 2008, o PIB obteve um crescimento de 5,1% no ano. Apesar da expressiva queda na dinâmica econômica observada no quarto trimestre de 2008<sup>70</sup>, 3,6%, os três primeiros trimestres do ano apresentaram um crescimento vigoroso, o que propiciou um considerável crescimento em todos os ramos da economia. Em relação à oferta, houve um crescimento de 5,8% na agropecuária, 4,8% nos serviços, 4,3% na indústria e 8% na construção civil. Sob a ótica da demanda observou-se um crescimento de 13,6% nos investimentos<sup>71</sup>, 5,6% nos gastos de governo, e de 5,4% no consumo das famílias. Apesar do crescimento das despesas de governo, a meta de superávit primário foi alcançada, provendo-se uma economia de 4,06% do PIB frente a uma meta de 3,8%. Já a inflação fechou o ano em 5,90%, superior ao centro da meta, mas ainda condizente com o limite superior máximo permitido, de 6,5% (Relatório de Inflação v.10, n.4, 2008; Relatório de Inflação v.11, n.1, 2009).

O final de 2008 e o início do ano de 2009 protagonizaram um período de grande expansividade da política fiscal, pacote esse que se viu necessário pelo encolhimento da economia nesse período. O expansionismo da política fiscal atuou sobre duas frentes. A primeira foi uma grande renúncia fiscal, com: (i) redução da alíquota do IPI para diversas linhas de produtos; (ii) redução do IOF para pessoa física; e (iii) criação de alíquotas intermediárias para o Imposto de Renda de pessoa física. A segunda frente foi com a formulação do fundo soberano, que consiste em: (i) investir em ativos no Brasil e no mundo; (ii) Formar poupança pública; e (iii) diminuir anticíclicamente os efeitos dos ciclos econômicos. Além disso, houve redefinições de política monetária, tal como a redução das reservas compulsórias de 45% para 42%, e constante redução das taxas de juros, onde as taxas começaram o ano com 13,75% a.a. e

---

trimestre consecutivo.

<sup>70</sup> Reflexo da aceleração da crise e pela queda dos investimentos e pelo aumento da taxa de juros.

terminaram o ano com 8,75% a.a., visto que o declínio da dinâmica econômica no ano e a queda vertiginosa dos preços das commodities impunham uma dinâmica deflacionária para a economia (Relatório de Inflação v.10, n.4, 2008; Relatório de Inflação v.11, n.1, 2009).

Em 2009, a economia brasileira decresceu 0,2%. Na ótica da demanda, o grande responsável por tal queda foram os investimentos, que decresceram 9,9% frente o ano anterior, muito em função da aversão ao risco internacional que diminuiu sensivelmente os investimentos externos diretos e pela perda da confiança do empresariado brasileiro. A queda do investimento foi contrabalanceada pelo aumento dos gastos do governo, em 3,7% e pelo aumento do consumo das famílias, como resultado da renúncia fiscal. Sob o setor externo, houve uma redução de 11,4 das importações, como resultado da queda dos investimentos. Já as exportações decaíram 10,3% como fruto da queda do dinamismo da economia mundial. Sob a ótica da demanda, as principais baixas se situaram na indústria com queda de 5,5% e na construção civil com queda de 6,3%, além de uma queda de 5,2% no setor agropecuário, contrabalanceados por um crescimento do setor de serviços de 2,6%. Conforme visto, a recuperação da economia resultou de um maior dinamismo da demanda interna, frente à queda da demanda externa, conforme apontado em trimestres anteriores (Relatório de Inflação v.11, n.4, 2009; Relatório de Inflação v.12, n.1, 2010).

A renúncia fiscal, aliada ao decréscimo econômico impactou em queda da arrecadação tributária, o que resultou em um não cumprimento da meta de superávit primário, mesmo após a redefinição da meta de 3,8% para 2,5%<sup>71</sup>. A economia feita pelo governo foi de 2,35%. Em relação à inflação, a taxa fechou o ano com 4,31% frente a uma meta de 4,5%. A respeito das contas externas, notabilizou-se a volta dos investimentos estrangeiros já a partir do segundo trimestre com a compra de divisas por parte do Banco Central a fim de se comporem reservas, juntamente com a retomada do crescimento econômico, que apesar de tímidos, colocaram fim a períodos de retração econômica conforme aconteceu no quarto trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009. Embora a economia brasileira tenha apresentado uma recuperação frente aos períodos de declínio, o desempenho dos três últimos trimestres de 2009 não foram

---

<sup>71</sup> Devido ao grande fluxo de investimento externo direto.

<sup>72</sup> Houve redução na economia que deveria ser feita pela federação, pelos estados e municípios, além da exclusão da Petrobras do cálculo do superávit primário.

suficientes para recolocar a economia em seu patamar pré-crise (Relatório de Inflação v.11, n.4, 2009; Relatório de Inflação v.12, n.1, 2010).

Em relação ao panorama externo observou-se uma tímida retomada do crescimento econômico, a partir do terceiro trimestre, das principais economias do mundo como fruto do êxito das políticas fiscais e monetárias expansionistas que provocaram uma recuperação dos investimentos. Essa recuperação aliado a redução da aversão ao risco e a baixa remuneração dos títulos das economias centrais provocou uma onda de capitais em direção aos países emergentes, provocando assim uma depreciação do dólar.

Entretanto, a partir do quarto trimestre de 2009 começaram a surgir questionamentos em relação à sustentabilidade fiscal de algumas economias européias<sup>73</sup> por conta das expansões fiscais durante a crise do *subprime*, pelo estado recessivo das economias e pela elevada relação dívida pública/PIB. Esse novo panorama elevou novamente a aversão ao risco dos investidores internacionais, agravado ainda mais após se revelarem os problemas financeiros da Dubai World<sup>74</sup> provocando uma nova fuga em relação ao dólar, apreciando-o frente às demais moedas (Relatório de Inflação v.11, n.4, 2009; Relatório de Inflação v.12, n.1, 2010).

A crise financeira internacional que parecia dar trégua já a partir do segundo semestre de 2009 voltou-se novamente desta vez ameaçando a saúde financeira de nações soberanas e não de instituições financeiras como na exacerbação da crise do *subprime*. Este cenário impõe incertezas a respeito do futuro da economia brasileira principalmente porque o Banco Central deixa claro em suas ações e declarações que sua prioridade é o cumprimento da meta de inflação estabelecida, não é a toa que quando a crise do *subprime* irrompeu em setembro de 2008, a atuação do Banco Central pautou-se em elevar a Selic a fim de evitar um efeito de *pass through* para os preços da economia, e só voltou a baixá-los após verificar-se que a queda considerável da economia brasileira estaria em vias de provocar efeitos deflacionários na economia, enquanto todo o mundo diminui suas taxas de juros.

Com o PAC surgiu um plano de investimentos que além de aumentar os gastos do governo serviu para sinalizar à iniciativa privada onde se investir. Esse período foi marcado por um crescimento endógeno baseado no crescimento do consumo

---

<sup>73</sup> Portugal, Espanha, Itália, Irlanda e Grécia

<sup>74</sup> Holding estatal do governo de Dubai do setor imobiliário que surpreendeu o mundo após anunciar a

das famílias e nos investimentos, ao contrario do primeiro mandato cujo crescimento econômico se deveu graças ao desenvolvimento do setor externo. O crescimento econômico propiciou aumento da arrecadação tributária, que aliado um crescimento menor dos gastos do governo, proporcionou redução da proporção dívida pública / PIB. O crescimento só foi interrompido em 2009 devido à crise financeira internacional do *subprime*.

**Tabela 3: Brasil: Dados macroeconômicos 2007-2009**

	Crescimento	Câmbio	Dívida Pública / PIB	Inflação	Taxa Selic	Salário Mínimo	Gastos de Governo	
Ano	%	R\$	%	%	%	R\$	R\$ Milhões	%
2007	6,10%	1,95	45,45%	4,46%	11,9%	380	539.061	5,13%
2008	5,10%	1,83	42,08%	5,90%	12,6%	415	588.279	1,58%
2009	-0,20%	2,00	41,29%	4,31%	9,8%	465	654.094	3,69%
<b>Média</b>	<b>3,67%</b>	<b>1,93</b>	<b>42,94%</b>	<b>4,89%</b>	<b>11,4%</b>	<b>420</b>	<b>593.811</b>	<b>3,47%</b>

Fonte: Ipeadata

O segundo mandato do presidente Lula foi mais flexível que os dois governos anteriores em termos de política fiscal, pois se valeu do aumento da arrecadação de impostos para aumentar gastos através de duas fontes: aumento real do salário mínimo e pelos gastos com o PAC. Entretanto, o regime monetário de metas de inflação, o regime de superávit primário e o câmbio flutuante continuaram a exercer os limites formais de qualquer política econômica do governo, independente dos revezes e das crises econômicas que se impuserem de fora para dentro.

## CONCLUSÃO

A motivação para a realização desse trabalho se deu pelo do novo paradigma de política macroeconômica brasileira ter completado dez anos de implantação no ano de 2009, período emblemático que perpassou três governos e apresentou resultados econômicos distintos. Tal paradigma é baseado no regime monetário de metas de inflação, no câmbio flutuante e no regime de superávit primário. Na história econômica brasileira raros foram os momentos em que um conjunto de prescrições de política econômica tenha perdurado por tanto tempo.

Conforme visto no transcórre desse trabalho, as autoridades monetárias adquiriam no governo FHC a incumbência de perseguir uma baixa taxa de inflação, onde esse é o único objetivo do Banco Central. No primeiro período do Plano Real, a atuação no Banco Central se baseou na utilização de uma âncora cambial com o câmbio Real/Dólar sobrevalorizado. Com o transcurrir de diversas crises de balanços de pagamentos, essa estratégia passou por um intenso desgaste a ponto de ser trocado pelo Regime de Metas de Inflação. A troca de políticas intensificou o papel do Banco Central como guardião das expectativas inflacionárias. Conforme citado anteriormente o Banco Central cumpriu com a meta oito vezes nos onze anos de implantação do regime. Como visto o Banco Central não hesita em elevar os juros para perseguir a meta, independente do nível de atividade econômica e da recessividade que será imposta como consequência de tais atos. As principais externalidades negativas são a apreciação cambial, o desaquecimento do ritmo de investimentos e o impacto nas finanças do estado.

Apesar do êxito em conter a elevação inflacionária, o mesmo não pode ser dito em relação ao crescimento e desenvolvimento econômico. O crescimento econômico do período foi muito aquém do crescimento historicamente verificado nas décadas anteriores. Segundo o IPEA, o período compreendido entre os anos de 1999 e 2009, houve um crescimento de 39,6% com uma média de 3,1%, sendo esse um resultado muito baixo para um país com uma taxa de crescimento populacional na ordem de 1,44%.

Dentre os três mandatos, o primeiro mandato foi marcado por grandes taxas de juros real, o que elevou constantemente a razão dívida pública/PIB e aumentou

consideravelmente a vulnerabilidade externa. O baixo desempenho econômico aliada a altas metas de superávit primário impuseram baixo crescimento dos gastos do governo, que, em 2001, chegou a ser negativo, intensificando o estado recessivo da economia. Esse período foi marcado por três crises financeiras internacionais, onde a econômica brasileira foi consideravelmente afetada e prejudicada pelos reflexos das crises, o que inviabilizou taxas mais altas de crescimento e impôs taxas recessivas de crescimento econômico.

O segundo mandato foi um período de transição para o Regime de Metas de Superávit Primário. Esse período foi o período de maior calma internacional e de grande expansão do comércio internacional, onde o crescimento ficou limitado à expansão e exportação da produção agropecuária e mesmo assim, o Banco Central limitou-se a reduzir a dívida líquida pública e a acumular reservas internacionais. Apesar do fim do refluxo dos investimentos internacionais e da maior propensão ao risco por parte dos investidores internacionais, o Brasil intensificou a política de altos juros e aumentou as taxas de superávit primárias a fim de sinalizar ao mundo a continuidade das políticas recessivas. O crescimento das receitas de impostos em razão do crescimento econômico pouco se dirigiu aos gastos de governo e sim a alimentar um maior superávit para alimentar a estratégia descrita acima.

O terceiro mandato começou com um grande crescimento econômico, se considerado com os dois mandatos anteriores, entretanto, foi interrompido pelas consequências da crise do *subprime*. O maior crescimento econômico, observado nos dois primeiros anos do mandato, aumentou as receitas dos impostos, que mantida a taxa de superávit primário praticamente constante, aumentou os recursos disponíveis que, em grande parte foram direcionados para o aumento do salário mínimo e dos gastos com o PAC. Pelo que foi visto, ao final do ano de 2009 a economia já apresentava recuperação apesar da incalculável incerteza que ronda os agentes econômicos.

Conforme apontado nos capítulos anteriores, a política pautada pelo Regime monetário de metas de inflação aplicado no Brasil obteve êxito em controlar a inflação, apesar de não conseguir rebaixá-la a zero, a média da inflação diminuiu a cada mandato.

Em relação às perspectivas para o futuro econômico do país, prevê-se a continuidade do paradigma: metas de inflação, câmbio flutuante e regime de superávit primário, indefinidamente, até que a necessidade de buscar-se o pleno emprego volte a

circular a agenda econômica. Até lá, o máximo que se observará será uma tímida flexibilização, conforme visto em 2009 devido à crise econômica do subprime.

Deste modo, um crescimento sustentado se inviabiliza tendo em vista que um crescimento continuado pressiona a taxa de inflação, o que por sua vez, obriga o Banco Central a aumentarem os juros, o que cessa o crescimento econômico e imprime retração. O Banco Central só voltará a baixar a taxa quando as perspectivas de aumento da taxa de inflação tiverem se esvaído, onde o Banco Central, primeiramente, visa diminuir o passivo com o pagamento de juros, e só posteriormente objetiva propiciar condições melhores para o desenvolvimento econômico.

Além disso, as perspectivas para as crises são sempre as mesmas, onde o Banco Central, em um primeiro momento, eleva a taxa de juros com a emergência de uma crise a fim de se evitar um efeito de *pass through* para os preços, independente do cenário futuro, e só volta a baixá-los com julga ser mais propício para o Banco Central em vista da possibilidade de se pagar menos juros.

Com visto, no tocante ao crescimento econômico esse regime condicionou à dinâmica econômica um caráter extremamente pró-cíclico, *stop and go*, inviabilizando um período de crescimento mais prolongado e vigoroso.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AFONSO, J.R. Ajuste Fiscal que se Desajusta. In Bresser, L.C. **Nação Câmbio e Desenvolvimento**, Rio de Janeiro: FGV, 2008
- AMARAL, R., Armadilha do regime monetário brasileiro: a existência de equilíbrios múltiplos. In: OREIRO, J.; PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.
- BARBOSA, F. H. **O mistério da taxa de juros real**. Conjuntura econômica, v.59, n. 11, nov. 2005
- BATISTA JR., P. N. **A Economia como ela é**. São Paulo, Boitempo, 2000
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Relatório de Inflação**, Diversos números. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?RELINF>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Histórico das Metas para Inflação**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SISMETAS>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Histórico das Taxas de Juros**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>
- BELLUZZO, L., ALMEIDA, J.G. **Depois da Queda: A Economia Brasileira da Crise da Dívida aos Impasses do Real**. Rio de Janeiro. Ed. Civilização Brasileira. 2002.
- BIASOTO, G. A Polêmica sobre o Déficit Público e a Sustentabilidade da Política Fiscal. In Pinto, M.; Biasoto, G. **Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil**. Campinas: Unicamp, 2006.
- BRESSER, L.; SILVA, C.; O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. In: OREIRO, J.; PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.
- CARVALHO *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus, 2007
- CARVALHO, F. Uma contribuição ao debate sobre a eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. In: OREIRO, J.; PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.
- CASTRO, J. *et al.* Gasto Social Federal em uma Dimensão Macroeconômica: 1995-2001. In Pinto, M.; Biasoto, G. **Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil**.

Campinas: Unicamp, 2006.

CASTRO, L. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90. *In: Giambiagi, F. Villela, A.; Castro, L.B. de; Hermann, J. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945 / 2004). Rio de Janeiro: Campus, 2004.*

CYSME, R. Política de Metas de Inflação: análise retrospectiva e desafios para o futuro. *In: OREIRO, J, PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.*

DEZORDI, L., CURADO, M. Regime de Metas de Inflação para a Condução da Política Monetária Brasileira: Uma Aplicação do Modelo VAR. *In: OREIRO, J, PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.*

FARHI, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados Financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. *In: Carneiro, R. **A Supremacia dos Mercados: E a Política Econômica do Governo Lula**. São Paulo: UNESP, 2006.*

FILGUEIRAS, L. **História do Plano Real**. Rio de Janeiro, Boi tempo. 2000.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). *In: Giambiagi, F. Villela, A.; Castro, L.B. de; Hermann, J. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945 / 2004). Rio de Janeiro: Campus, 2004.*

GONÇALVES, R., BAUMANN, R., CANUTO, O. **Economia Internacional: Teoria e Experiência Brasileira**. Rio de Janeiro: Campus. 2004

HALDANE, A. **Some issues in inflation targeting**. London: Bank of England. 1997.

IBGE; **Tabela de crescimento do PIB**; Disponível em: [www.ibge.com.br](http://www.ibge.com.br)

IPEADATA; **Média do preço geral das commodities**. Disponível em: [http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1240531342&Tick=1281051132293&VAR\\_FUNCAO=Ser\\_Temas\(124\)&Mod=M](http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1240531342&Tick=1281051132293&VAR_FUNCAO=Ser_Temas(124)&Mod=M)

IPEADATA; **Histórico da Dívida Pública Líquida Total**. Disponível em: [http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1240531342&Tick=1281051132293&VAR\\_FUNCAO=Ser\\_Temas\(124\)&Mod=M](http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1240531342&Tick=1281051132293&VAR_FUNCAO=Ser_Temas(124)&Mod=M)

IPEADATA; **Histórico da Taxa de Câmbio Mensal Média**. Disponível em: [http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1240531342&Tick=1281051132293&VAR\\_FUNCAO=Ser\\_Temas\(124\)&Mod=M](http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1240531342&Tick=1281051132293&VAR_FUNCAO=Ser_Temas(124)&Mod=M)

IPEADATA; **Histórico do Salário Mínimo**. Disponível em: [http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1240531342&Tick=1281051132293&VAR\\_FUNCAO=Ser\\_Temas\(124\)&Mod=M](http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1240531342&Tick=1281051132293&VAR_FUNCAO=Ser_Temas(124)&Mod=M)

KEYNES, J.M; **A teoria do Juro, do Emprego e da Moeda**. Rio de Janeiro, Editora Atlas, 1998.

KHAIR, A.; A Questão Fiscal e a Lei de Responsabilidade Fiscal. *In* Pinto, M.; Biasoto, G. **Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil**. Campinas: Unicamp, 2006.

LOPREATO, F.L.; Política Fiscal: Mudanças e Perspectivas. *In*: Carneiro, R. **A Supremacia dos Mercados: E a Política Econômica do Governo Lula**. São Paulo: UNESP. 2006.a

LOPREATO, F.L.; A Situação Financeira dos Estados e a Reforma Tributária. *In* Pinto, M.; Biasoto, G. **Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil**. Campinas: Unicamp, 2006.b

MACEDO E SILVA, A. C. **O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro** – um pouco de aritmética Keynesiana. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, abr.2005.

MATHIAS, J.F.; **Abordagem Sistêmica de Crises Cambiais**: Uma Interpretação da Crise Brasileira de 1999. Tese de Doutorado Apresentada ao Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro, 2003.

MENDONÇA, H., DEZORDI, L., CURADO, M.; A determinação da taxa de juros em uma economia sob metas de inflação: O caso brasileiro. *In*: OREIRO, J.; PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.

MISHKIN, F. S. **Inflation targeting in emerging market countries**. Cambridge, MA: NBER, 2000a.

MISHKIN, F. S. **What should central Banks do?** Federal Reserve Bank of St. Louis Review Nov. /Dec. 2000b

MISHKIN, F. S. **Monetary policy strategy**. Cambridge, MA: MIT Press, 2007.

MODENESI, A. **Regimes Monetários**: Teoria e Experiências do Real. Rio de Janeiro. Ed Manole. 2005.

MONTES, G., FEIJÓ, C.; Metas de Inflação e política monetária: uma abordagem considerando o processo de formação de preços em economias monetárias. *In*: OREIRO, J.; PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.

MORA, M. A Crise da dívida estadual, *In* Pinto, M.; Biasoto, G. **Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil**. Campinas: Unicamp, 2006.

- MOREIRA, M. Câmbio e Crescimento na América Latina. *In* Bresser, L.C. **Nação Câmbio e Desenvolvimento**, Rio de Janeiro: FGV, 2008
- MOREIRA, T.; **Dívida Pública Importa? Uma Investigação Empírica de Modelos Não Ricardianos**; Artigo Submetido à Associação Keynesiana Brasileira (AKB) II Encontro Internacional da AKB – Setembro, 2009.
- NAKANO, Y. **O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros**. Conjuntura econômica, v.59, n 11, Nov 2005.
- OREIRO, J.L.; LEMOS B.; PADILHA, R. **O regime de metas de inflação e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança**. 2005. Disponível em [www.ie.ufrj.br/moeda](http://www.ie.ufrj.br/moeda)
- OREIRO, J. *et al.* Metas de Inflação, Independência do banco central e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança. *In*: OREIRO, J.; PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.
- PAULA, L. F. Uma Nova Política Macroeconômica: Algumas proposições a partir de uma visão novo desenvolvimentista. *In* Bresser, L.C. **Nação Câmbio e Desenvolvimento**, Rio de Janeiro: FGV, 2008.
- ROGOFF, K. **The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target**. The Quarterly Journal of economics, Nov 1985.
- SERRA, J.; AFONSO, J.R.; Os Tempos Mudaram. *In*: Pinto, M.; Biasoto, G. **Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil**. Campinas: Unicamp, 2006.
- SOBREIRA, R., OREIRO, J.; Metas Inflacionarias, fragilidade financeira e ciclo de negócios: uma abordagem pós-keynesiana. *In*: OREIRO, J.; PAULA, L. SOBREIRA, R. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**, Rio de Janeiro: FGV, 2009.
- SVENSSON, J. **Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts"**. American economic review, v.87, n.1, 1997.
- TAYLOR, J. **Discretion versus policy rules in practice**. Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy, p. 195-214, Dez/1993.
- WALSH, C. **Optimal contracts for central bankers**. American economic review, n.85 p.150-167, Março 1995