

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

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A  
CONTINUIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA DO  
BRASIL EM 2004 E EM 2011**

VICTORIA HALLOT  
matrícula nº: 107409256

ORIENTADOR: Prof. Eduardo Figueiredo Bastian

Março 2017

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

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A  
CONTINUIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA DO  
BRASIL EM 2004 E EM 2011**

---

VICTORIA HALLOT  
matrícula nº: 107409256

ORIENTADOR: Prof. Eduardo Figueiredo Bastian

Março 2017

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos que colaboraram com a elaboração deste trabalho. Agradeço ao meu orientador Eduardo Bastian pelo apoio e orientação, e a minha família e amigos pela paciência e encorajamento.

## RESUMO

O Regime de Metas de Inflação tem guiado a política monetária brasileira nos últimos 18 anos. O objetivo deste trabalho é avaliar se houve uma continuidade na condução da política monetária em conformidade com este regime, mesmo com a mudança Presidencial e do presidente do Banco Central Brasileiro em 2011. Inicialmente o trabalho aborda uma investigação da evolução das diferentes teorias de política monetária, até chegar na elaboração do regime de metas inflacionárias como instrumento para a condução da política monetária. Em seguida, o estudo analisa o contexto macroeconômico do Brasil em 2004, ano em que a decisão de aumentar a taxa básica de juros mostrou a importância dada pelo Banco Central Brasileiro ao Regime de Metas de Inflação e seus fundamentos. Finalmente, para avaliar se houve continuidade na administração do regime monetário, o trabalho elabora um resumo da conjuntura macroeconômica do Brasil em 2011, após a mudança presidencial da República e do Banco Central Brasileiro. Em agosto de 2011, apesar das incertezas internas e externa, o Banco Central decide diminuir a taxa básica de juros, causando polêmica entre os economistas da época. O trabalho estabelece que esta decisão marca, na realidade, o início da implementação da Nova Matriz Macroeconômica, que se revelou uma ruptura na condução da política econômica e monetária deixando de guiar-se apenas pelo Regime de Metas de Inflação.

## **ABSTRACT**

The Inflation targeting regime has served as the main guide for Brazil's monetary policy in the last 18 years. The purpose of this paper is to evaluate whether there was a continuity in the conduction of the monetary policy and its compliance to this regime, even with the Presidential change and the replacement of the Brazilian Central Bank's president in 2011. Firstly, this paper investigates the evolution of different theories of monetary policy, until the elaboration of inflationary targeting as an instrument of monetary policy. Then it analyzes the Brazilian macroeconomic context in 2004, year in which the decision to elevate basic interest rate demonstrated the Central Bank's commitment to the inflation targeting regime. Finally, it evaluates the Brazilian macroeconomic conjuncture in 2011, after the Presidential change and the replacement of the Brazilian Central Bank's president. In August of that year, despite the uncertainties in the national and international markets, the Central Bank decided to decrease the basic interest rate – a decision that caused some controversy. This paper postulates that this decision, in reality, marks the beginning of a new macroeconomic policy, known as the Nova Matriz Macroeconômica (New Macroeconomic Matrix). This has proved to be a rupture in the conduct of the economic and monetary policy, which ceased to be guided mainly by an inflationary targeting regime.

## ÍNDICE DE GRÁFICOS E TABELAS

<b>Gráfico 1</b> - Curva de Phillips .....	<b>16</b>
<b>Gráfico 2</b> - Curva de Phillips com expectativas adaptativas .....	<b>17</b>
<b>Tabela 1</b> - Metas de inflação e inflação efetiva no Brasil.....	<b>26</b>
<b>Gráfico 3</b> - Taxa Selic, Expectativa de Inflação em 12 meses e Inflação Efetiva.....	<b>32</b>
<b>Gráfico 4</b> - Taxa de Câmbio, Expectativa de Inflação em 12 meses e Inflação Efetiva .....	<b>33</b>
<b>Gráfico 5</b> - Taxa Selic, Expectativa de Inflação do BCB em 12 meses e Inflação Efetiva.....	<b>51</b>
<b>Gráfico 6</b> - Taxa de Câmbio, Expectativa de Inflação em 12 meses e Inflação Efetiva .....	<b>56</b>

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>9</b>
<b>CAPÍTULO I – METAS DE INFLAÇÃO: ORIGEM E PRÁTICA</b> .....	<b>12</b>
I.1 - INTRODUÇÃO.....	12
I.2.I – TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA E A CRÍTICA DE KEYNES .....	13
I.2.II – A CURVA DE PHILLIPS .....	16
I.2.III – A TRANSIÇÃO DO REGIME DE METAS MONETÁRIAS PARA O DE METAS DE INFLAÇÃO .....	21
I.3 – O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO.....	24
<b>CAPÍTULO II – O PADRÃO DA POLÍTICA MONETARIA NO BRASIL EM MEADOS DE 2004</b> .....	<b>28</b>
II. 1 – INTRODUÇÃO .....	28
II.2 – CENÁRIO BRASILEIRO ANTES DE 2004 .....	28
II.3 – O ANO DE 2004 E A DECISÃO DE 15 DE SETEMBRO.....	35
II.4 – OS EFEITOS DO AUMENTO DA SELIC A PARTIR DE SETEMBRO DE 2004.....	40
<b>CAPÍTULO III – O PADRÃO DA POLÍTICA MONETARIA NO BRASIL EM MEADOS DE 2011</b> .....	<b>46</b>
III.1 – INTRODUÇÃO .....	46
III.2 – O CENÁRIO BRASILEIRO ATÉ 2011 .....	46
III.3 – O CENÁRIO BRASILEIRO EM 2011 E A DECISÃO DE 31 DE AGOSTO DE 2011 .....	51
III.4 – EFEITOS E CRÍTICAS DA DECISÃO AGOSTO DE 2011 .....	58
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>66</b>
<b>REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA</b> .....	<b>68</b>
<b>ANEXO A</b> .....	<b>70</b>
<b>ANEXO B</b> .....	<b>71</b>
<b>APÊNDICE A</b> .....	<b>72</b>
<b>APÊNDICE B</b> .....	<b>73</b>
<b>APÊNDICE C</b> .....	<b>74</b>
<b>APÊNDICE D</b> .....	<b>75</b>
<b>APÊNDICE E</b> .....	<b>76</b>

## INTRODUÇÃO

A teoria da economia monetária surgiu para explicar o comportamento da economia e sua relação com a moeda. O primeiro grupo teórico a desenvolver uma explicação para esse comportamento foram os economistas clássicos, com um primeiro modelo que expressava a relação dos agentes com a moeda chamado de Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). As teorias acadêmicas evoluíram muito desde então, em geral mudando de premissas e/ou base teórica cada vez que a economia passou por um momento de crise. Hoje a economia se tornou uma das dimensões dos debates políticos, assim como a moeda e seu papel.

O Brasil passou por alguns anos de instabilidade financeira e hiperinflação na década de 1980. A partir de 1993 foi implementado um plano de estabilização da moeda chamado Plano Real, que pôs em vigor a moeda utilizada no território brasileiro até hoje, o real. No começo do plano, utilizou-se como principal ferramenta ancoragem as metas cambiais. Porém, em 1999, após fortes ataques especulativos ao câmbio, o governo procurou outra alternativa de ancoragem, implementado o Regime de Metas de Inflação que vem sendo usado até hoje. Apesar de ser um modelo que exige transparência e um forte compromisso da autoridade monetária em manter a inflação na meta pré-estabelecida, ele permite certa discricionariedade na condução da política monetária por parte dos *policymakers*.

Ao longo dos dezessete anos de Regime de Metas de Inflação muitas mudanças ocorreram no cenário político e econômico nacional. O regime, que foi posto em prática no segundo mandato do governo de Fernando Henrique Cardoso do Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), resistiu à eleição que mudou o partido eleito à presidência, Partido dos Trabalhadores (PT) com Luiz Inácio Lula da Silva (Lula). Lula foi eleito em dois mandatos e permaneceu como presidente por 8 anos. Após o cumprimento do segundo mandato de Lula, não podendo ser reeleito mais uma vez, o PT escolheu Dilma Rousseff como candidata, que ganhou as eleições de 2010. Mesmo com a nova mudança presidencial o Regime de Metas de Inflação continuou em vigor, junto com o tripé macroeconômico (câmbio flutuante, regime fiscal de superávit primário e metas para a inflação) que o fundamentou.

Ao mesmo tempo, o cenário mundial econômico e político, também se alteraram. Em janeiro de 2002 entrou em vigor o euro, uma moeda utilizada pela maioria dos países da União Européia. Em 2008, Barack Obama, candidato do partido Democrata ganha às eleições americanas, trocando o partido político da presidência americana. No mesmo ano, estoura a

crise de *subprime* nos Estados Unidos, afetando as economias do mundo inteiro. Com o aumento da instabilidade dos sistemas financeiro mundiais, surge uma nova crise na Europa: a crise da zona do euro. A crise da zona do euro eclode após o governo grego declarar que não tem como pagar por sua dívida pública. Com isso, as expectativas frente ao euro se deterioram, e a especulação quanto ao fim da moeda aumenta. Com tantas mudanças nos cenários mundial e nacional seria possível que o Regime de Metas de Inflação permanecesse com a mesma condução da política monetária?

Muitos economistas visam esclarecer a conduta das autoridades em relação a economia brasileira. O economista Carlos Eduardo Gonçalves escreveu, em 2015, um artigo chamado “Too Loose and Too Tight” no qual ele tenta, a partir de uma regressão, estabelecer em que momentos a política monetária, e em especial o uso da taxa básica de juros (no Brasil chamada de Selic), esteve muito firme ou muito frouxa. Nesse caso, uma política monetária muito firme manteria a taxa básica de juros muito elevada e a demanda agregada muito reprimida, e uma política muito frouxa manteria a taxa básica muito baixa e não controlaria a inflação.

Inspirada pelo artigo citado estabeleceu-se como objetivo para este trabalho mostrar se houve ou não mudança na condução da política monetária brasileira, mesmo com o mesmo partido no comando da presidência do Brasil, assim como se as decisões tomadas pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) obtiveram um resultado positivo na economia.

Foram destacados dois momentos na história brasileira em que o Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central Brasileiro (BCB) tomou uma decisão de reverter a tendência da Selic. A primeira, em setembro de 2004, aumentou a Selic após um período de diminuição, mesmo com uma expectativa de inflação dentro do intervalo de tolerância para sua meta. Esta decisão foi polêmica na época por ser considerada “conservadora”, e ter desacelerado o ritmo de crescimento do país. A segunda, em agosto de 2011, reverteu a tendência de alta com uma redução do nível da Selic em um momento cuja projeção era de aumento da inflação. Esta decisão causou polêmica entre os economistas ao sinalizar certa flexibilidade, com um nível maior de risco e possível descontrole da inflação. A análise do contexto destes dois momentos, as motivações do COPOM e seus impactos na economia permitiu a alegação da continuidade na implementação da política monetária, ou não.

Para o desenvolvimento deste trabalho foram utilizadas pesquisas bibliográficas sobre a teoria de política monetária e de artigos científicos com as avaliações de economistas sobre os períodos estudados. Também foram analisados os Relatórios de Inflação e as atas do

COPOM, disponibilizados pelo Banco Central Brasileiro, assim como diversas séries históricas divulgadas pelo Banco Central Brasileiro, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Confederação Nacional da Indústria, e do Banco Brasileiro de Desenvolvimento.

Este trabalho foi dividido em três capítulos. No primeiro capítulo foi feito um breve resumo sobre a evolução da teoria de política monetária. Partiu-se da sua origem nas teorias clássicas, com a “teoria quantitativa da moeda”, mostrando as revoluções e contrarrevoluções teóricas subsequentes até chegar às mais atuais, que explicam o uso de ferramentas como o de metas de inflação. Ainda neste capítulo foi resumido a implementação do Regime de Metas de Inflação no Brasil e o tripé macroeconômico. No capítulo dois foi feito um resumo do cenário econômico brasileiro até 2004. Em seguida foi feita uma exposição da análise feita pelo COPOM do BCB em 15 de setembro de 2004, considerada polêmica na época, e dos resultados da economia brasileira após a medida. No último capítulo, de maneira simétrica, foi feita uma síntese do cenário econômico brasileiro até 2011 e em seguida uma apresentação da análise feita pelo COPOM em 31 de dezembro de 2011. Ao final foram expressos os resultados da economia nacional nos anos seguintes e as mudanças na política econômica feitas pelo Ministério da Fazenda.

# **CAPÍTULO I – METAS DE INFLAÇÃO: ORIGEM E PRÁTICA**

## ***1.1 - Introdução***

Para analisar a continuidade da política monetária brasileira de forma clara, primeiro é preciso recapitular brevemente a evolução da teoria econômica monetária.

A primeira parte deste capítulo recorda a Teoria Quantitativa da Moeda no modelo clássico, desenvolvida no final do século XIX, e a crítica de John M. Keynes, apontando as teorias deste perante a moeda, suas funções e sua circulação.

Em seguida, é abordada a síntese neoclássica feita pelos velhos-keynesianos que utilizaram elementos da teoria de Keynes para elaborar o modelo IS-LM. Adicionalmente, segue apresentada a Curva de Phillips, elaborada em 1960 por William Phillips e a reinterpretação de Milton Friedman, e os Monetaristas, da Curva e da Teoria Quantitativa da Moeda. Essa reinterpretação se baseia na premissa de que os agentes econômicos utilizam expectativas adaptativas, ou seja, expectativas baseadas na experiência do passado para formar sua expectativa para o futuro.

Ademais será exposta também a teoria novo-clássica de expectativas racionais, que se diferencia da monetarista por acreditar que as expectativas dos agentes são formadas com base em toda a informação disponível no momento, e não na experiência do passado. Para finalizar esta parte será mostrada a evolução dos regimes de política monetária do final do século XX e a procura por uma âncora nominal ideal para estabilizar a economia e a inflação.

A última parte deste capítulo se concentra em expor o modelo de metas de inflação no Brasil, implementado em 1999 e sua evolução nos primeiros 4 anos.

### ***1.2.i – Teoria Quantitativa da Moeda e a crítica de Keynes<sup>1</sup>***

A moeda é estudada continuamente pelos economistas. Várias teorias diferentes sobre seu papel foram elaboradas, mudando a interpretação sobre suas funções e sua relação com outras variáveis econômicas. Os autores clássicos montaram a teoria quantitativa da moeda que estabelecia uma relação direta entre preços e a quantidade de moeda em circulação.

$$MV = Py$$

Com:

$M =$  oferta de moeda;

$V =$  velocidade de circulação da moeda;

$y =$  PIB real;

Nela acreditava-se que se o *policymaker* expandisse a oferta de moeda (M), com a velocidade de circulação da moeda (V) e volume de comércio constantes, não haveria qualquer efeito no PIB real (y), apenas uma elevação dos preços no curto e no longo prazos. Como a teoria clássica utiliza a *Lei de Say*, que diz que "toda oferta cria sua procura", é possível estabelecer que o produto estará em nível de pleno emprego, salvo em momentos de transição. A hipótese de neutralidade da moeda – a moeda só serve como meio de troca – junto com a crença de que a velocidade de circulação da moeda é uma variável praticamente estável, monta-se uma relação de causalidade entre oferta de moeda e nível de preços. Esses teóricos também consideram que não existe desemprego involuntário e que todo indivíduo que quiser trabalhar encontra um emprego basta acordar o salário desejado com o ofertado (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 32).

A teoria acima foi contestada por John Maynard Keynes em seus trabalhos na década de 1930, sintetizados em seu livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* que foi publicado em 1936. Contemporâneo a crise de 1929, o autor questiona a premissa de que o desemprego seria apenas voluntário (referente aos trabalhadores que não estariam dispostos a trabalhar pelo nível de salário que lhes era ofertado) contestando a ideia de que a economia funcionava em pleno emprego, a *Lei de Say*, e estabelecendo sua teoria de *Demanda Efetiva*.

---

<sup>1</sup> Esta seção está fundamentalmente baseada em CARVALHO, *et al.* (2001).

Também questionou a hipótese sobre a neutralidade da moeda, afirmando que em momentos de incerteza existe uma preferência dos agentes pela liquidez. É importante enfatizar que para Keynes incerteza é diferente de risco probabilístico, já que o primeiro é imprevisível e o segundo possui uma base científica. Esta afirmação mudou sua concepção de que a moeda não afetaria o equilíbrio de longo prazo, onde a renda não consumida pode servir para a compra de riquezas não reprodutíveis, afetando a demanda efetiva. Assim, em sua teoria, o autor divide em quatro grupos a procura por moeda, sua função e de que variável ela depende (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 53). A fórmula foi:

$$M_d = M_1 + M_2 + M_3 + M_4 = L_1(Y) + L_2(r) + L_3(*) + L_4(I)$$

com:

$M_d$  = demanda total por moeda;

$M_1$  = demanda por moeda para fins de transação;

$M_2$  = demanda por moeda para fins especulativos;

$M_3$  = demanda por moeda para fins precaucionais;

$M_4$  = demanda por moeda para fins financeiros;

$L_1$  = função de liquidez correspondente à renda  $Y$ ;

$L_2$  = função de liquidez referente a taxa de juros  $r$ ;

$L_3$  = função de liquidez relacionada diretamente a incerteza  $*$ ;

$L_4$  = função de liquidez determinada pelo investimento  $I$ .

Com isso Keynes também elabora sua teoria para a precificação dos ativos. Ele relaciona a taxa de juros dos títulos com os diferentes interesses dos agentes, como o prêmio pela liquidez. Caracterizando a esfera financeira a partir de seus ativos e remuneração, o autor separa o mercado de circulação monetária em duas esferas: a esfera industrial e financeira. Essa separação não é dicotômica, e a moeda circula também entre essas esferas. No entanto a esfera industrial refere-se ao mercado onde a moeda faz girar bens e serviços e ela serve como meio de troca (como afirmado na teoria clássica). Já a esfera financeira é o ambiente de circulação cuja a moeda faz girar ativos financeiros e onde a moeda se torna um ativo (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 93). Logo para incentivar o crescimento do emprego e da economia, é preciso que o *policymaker* incentive uma taxa de juros inferior à taxa de retorno

do investimento, pois o primeiro possui alta liquidez enquanto o segundo, por se tratar de máquinas e equipamentos, não. Nas palavras de Keynes:

“... se uma firma decide empregar trabalhadores para utilizar o equipamento de capital para produzir mercadorias, deve possuir suficiente comando sobre recursos monetários para pagar os salários dos trabalhadores e comprar aquelas mercadorias que tem que adquirir de outras firmas durante o período que se expira antes que o produto possa ser, convenientemente e economicamente, vendido por moeda”  
(KEYNES, 1929 apud CARVALHO ET. AL., 2001: p. 93)

Os autores de CARVALHO, *et al.*, (2001) explicam da seguinte forma:

“... deve-se estimular a composição de portfólio que contenham itens comercializados na circulação industrial, que não são líquidos, mas podem render lucros compensadores em relação aos juros oferecidos pelos ativos líquidos da circulação financeira” (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 93).

Note que o uso das incertezas dos agentes quanto ao futuro é uma associação das possibilidades da economia às expectativas dos agentes.

Baseados na teoria de demanda efetiva de Keynes vários economistas, chamados de velhos-keynesianos, elaboraram suas interpretações sobre a teoria econômica. John Hicks criou em 1937 o modelo IS-LM, complementado posteriormente por Alvin Hansen, nas décadas de 1940 e 1950. Como descreveu Carvalho (2001):

“A curva IS é o conjunto de pontos de equilíbrio no mercado de bens (demanda igual ao produto ofertado) representado no plano renda (Y) e taxa de juros (i)” e “a curva LM é o conjunto de pontos de equilíbrio no mercado monetário (demanda por moeda igual à oferta) representado no plano renda (Y) e taxa de juros (i)”  
(CARVALHO ET. AL., 2001: p. 104 - 105)

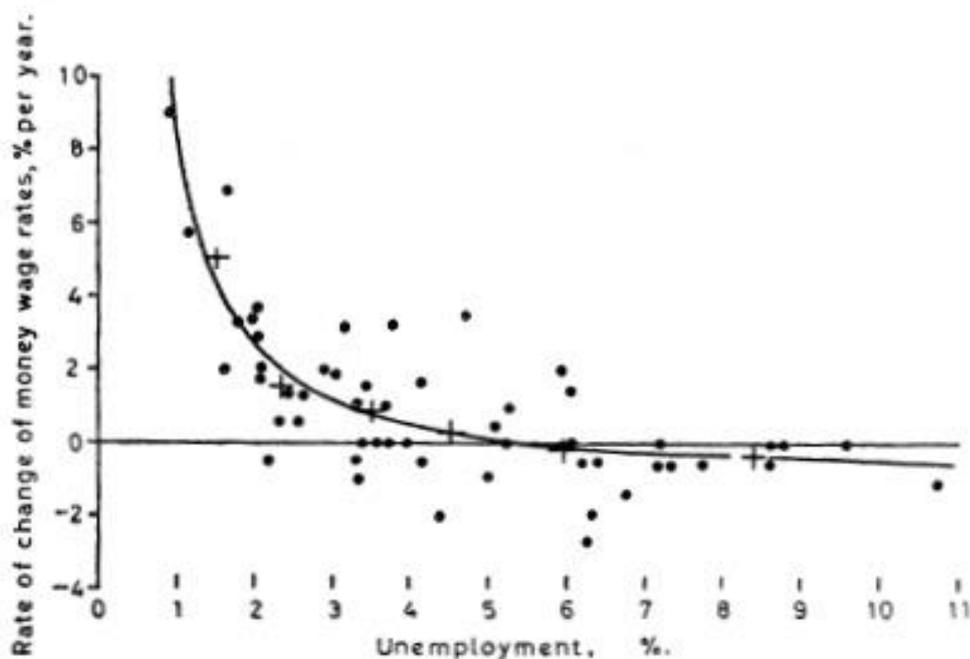
Eles explicam um cenário onde a política monetária seria impotente, que foi chamada de *armadilha da liquidez*, e ocorre quando a IS é basicamente vertical (investimento com baixa elasticidade-juros) e a LM é quase horizontal (investimento com elevada elasticidade-juros). Nesse caso o aumento de oferta monetária não gera crescimento, pois a preferência dos agentes é por fundos especulativos e não por fundos transacionais (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 110). E usando este modelo concluíram que o uso da política monetária era pouco efetivo. A principal justificativa foi de que mudanças na política monetária causam deslocamentos da curva paralelamente, sem afetar sua inclinação. Assim sendo, o resultado política monetária estaria subordinado à inclinação da curva IS, o que justifica a maior importância que esses economistas dão à política fiscal e menor relevância da política monetária.

### 1.2.II – A curva de Phillips

Em 1958, William Phillips publicou seu artigo: *Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom – 1861 - 1913*. Seu trabalho empírico relacionava a taxa de desemprego com a taxa de variação dos salários nominais no período de 1861 a 1913 no Reino Unido. A curva obtida foi a seguinte:

Dois anos depois, 1960, Paul Samuelson e Robert Solow, fizeram o mesmo exercício relacionando a taxa de desemprego com a taxa de inflação, ao invés de variação do salário nominal, nos Estados Unidos de 1900 a 1960. O resultado obtido por eles foi muito próximo ao observado por Phillips, uma curva decrescente em que uma taxa maior de desemprego é associada a uma taxa menor de inflação. Com esses dois resultados estabeleceram um trade-off entre inflação e desemprego, e assim, deveria haver uma escolha entre desemprego ou inflação (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 136).

**Gráfico 1 - Curva de Phillips**



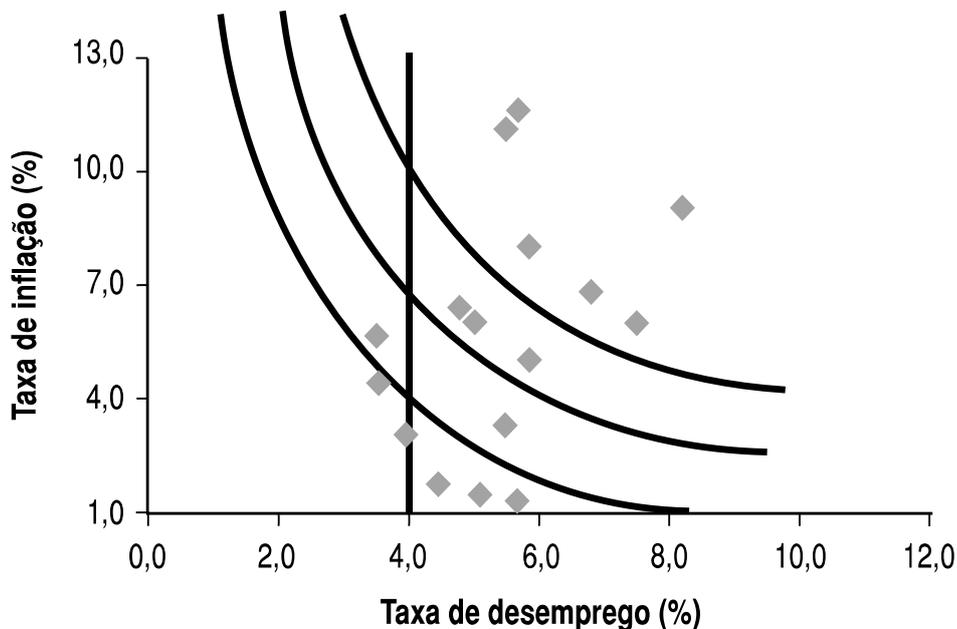
**Fonte: A. W. Phillips, 1958**

Depois da Segunda Guerra Mundial, os países industrializados adotaram cada vez mais políticas de incentivo à demanda, servindo tanto para a reconstrução dos países como para o estabelecimento de um estado de bem-estar social, garantindo emprego e crescimento econômico. Essas políticas ganharam espaço até a década de 1970, quando ocorreram os choques no preço do Petróleo que desestabilizam a economia mundial. Esse período também

foi marcado pela *estagflação*, altas taxas de inflação - acima de 10% - com baixo nível de desemprego em países industrializados. E assim, observou-se uma distribuição de dados que não seguia a mesma tendência que as curvas de Phillips observadas anteriormente.

Na década de 1960, contemporânea aos velhos-keynesianos, formou-se uma nova escola de pensamento, com economistas, principalmente de Chicago, que contestavam o modelo de Keynes e Keynesiano (o segundo também chamada de síntese neoclássica). O mais famoso economista da escola Monetarista foi Milton Friedman que contestava a relevância dada a política monetária pela síntese neoclássica. Ele monta sua teoria para o comportamento da curva de Phillips não explicado, mostrando que houve um deslocamento da curva para a direita. A curva segue o seguinte formato:

**Gráfico 2 - Curva de Phillips com expectativas adaptativas**



**Fonte: Carvalho et al., 2001**

Sua teoria usou como ponto de partida a existência de uma taxa natural de desemprego que seria a taxa de desemprego para qual a economia sempre convergiria. Ele retorna a teoria de que existe um desemprego voluntário que diz respeito aos trabalhadores que não estão dispostos a trabalhar pelo salário oferecido. Neste caso o trabalhador vê mais utilidade em ficar parado do que trabalhar pelo valor de salário oferecido. Essa taxa natural não é imutável, apenas constante, dadas as preferências dos agentes na economia. E para explicar como seriam formadas as preferências, Friedman organiza sua teoria utilizando as expectativas adaptativas. Elas são a maneira como os agentes formam suas expectativas para o futuro,

utilizando o que ocorreu no passado. De maneira mais elaborada, Friedman considera que os agentes utilizam como base para sua expectativa atual a expectativa do período anterior e o erro cometido caso eles não tenha acertado a variável real (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 115).

Unindo essas três hipóteses (curva de Phillips, taxa natural de desemprego e expectativas adaptativas) foi possível escrever uma equação para a expectativa de inflação, que, segundo Carvalho (2001), é:

$$\Pi_t^e = \Pi_{t-1}^e + (1 - \alpha)(\Pi_{t-1} - \Pi_{t-1}^e) \quad 0 \leq \alpha < 1$$

Com :

$\Pi_t^e$  = expectativa de inflação no período  $t$ ;

$\Pi_{t-1}^e$  = expectativa de inflação no período anterior a  $t$ ;

$\Pi_{t-1}$  = inflação efetiva no período anterior a  $t$ ;

$\alpha$  = parâmetro que relaciona o erro cometido no período anterior.

E assim, se for considerado  $j$  períodos, obtém-se:

$$\Pi_t^e = (1 - \alpha) \sum_{j=0}^{\infty} \alpha^j \Pi_{t-j}$$

A escola Monetarista foi pioneira na revolução teórica contra o pós-keynesianismo. Mas a escola novo-clássica parece ter aprofundado essa revolução. Partindo de praticamente as mesmas hipóteses que as monetaristas sua teoria só se diferencia pelas expectativas, que nesse caso são chamadas de racionais. As expectativas dos agentes, como foi sugerida por John Muth em 1961, no seu artigo *Rational Expectation and the Price Movements*, as expectativas dos agentes são formadas por probabilidades, criadas de maneira subjetiva, e levam em conta toda a informação disponível no momento. Como a informação está disponível para todos, então todos deveriam ter as mesmas distribuições probabilísticas e por isso as mesmas expectativas (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 127)

Nas palavras de Modenesi (2005), as hipóteses principais que se diferenciam da teoria monetarista são:

“(i) os agentes formam expectativas racionais; (ii) os postulados que explicam o comportamento da oferta agregada; e (iii) os mercados se equilibram continuamente (...) [o

que ] implica que, por definição, os resultados observados sempre representam posições de equilíbrio de Pareto (...) nesse sentido específico, não há ilusão monetária...” (MODENESI, 2005, p. 140-154)

Robert Lucas, um dos principais economistas da escola novo-clássico, descreve a expectativa de preço como uma esperança dos preços, dada todas as informações disponíveis até o período anterior,  $I_{t-1}$ , na forma da seguinte equação:

$$\dot{P}_t^e = E(\dot{P}_t / I_{t-1})$$

Uma comparação importante a ser feita é com relação aos efeitos de uma expansão monetária em dada economia. Apesar de ambos considerarem que a política monetária afeta o nível de emprego da economia, ambos acreditam que esses efeitos são passageiros, a não ser pelo seu impacto no índice geral de preços. Friedman descreve que uma mudança discricionária causa uma *ilusão monetária*, que impediria os agentes de se comportarem de forma ótima. A expansão monetária permitiria as empresas pagarem um salário nominal maior aos seus trabalhadores. Esses por sua vez confundiriam os salários nominais com reais, e por isso alguns trabalhadores que estavam voluntariamente desempregados passariam a trabalhar. Porém no momento em que receberiam seus salários, ao final do período perceberiam que os preços nominais no mercado também aumentaram, e voltariam a ficar desempregados no período seguinte. Nesse caso haveria um deslocamento da taxa de desemprego para um nível abaixo do natural, mas apenas temporariamente (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 116).

Seguindo esse conceito, Friedman e Phelps argumentaram no famoso discurso presidencial da “American Economic Association” em 1968 que “o único efeito possível de uma tentativa de diminuir o desemprego no longo prazo seria um aumento da inflação”. (FRIEDMAN, 1968 apud MISHKIN, 2001: p. 2)

A diferença na teoria novo-clássica é sutil. Os agentes também errariam quando são surpreendidos. No entanto o efeito surpresa seria incorporado na expectativa dos agentes, por isso, se houver um movimento repentino do *policymaker* para diminuir a taxa de desemprego que surpreenderiam o mercado, os agentes iriam incorporar em suas expectativas essas intervenções fazendo com que no longo prazo a taxa de desemprego voltasse à natural (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 129).

Com isso a escola novo-clássica estabelece uma equação diferente para a curva de Philips, que é essencialmente igual a curva de oferta agregada desenvolvida por Lucas (1973). Ela fica na seguinte forma (LICHA, 2015, p. 33):

$$\Pi_t = \Pi_t^e + d y_t + \varepsilon_t$$

Onde:

$\Pi_t$  = *inflação efetiva*

$\Pi_t^e$  = *expectativa de inflação*

$y_t = Y - Y_p$  = *hiato do produto*

$\varepsilon_t$  = *ruído branco que representa choques de oferta*

$d \geq 0$ , *parâmetro que mostra a relação entre taxa de inflação e o hiato do produto*

Com essa equação é possível prever uma inflação baseado nas expectativas de inflação dos agentes, o produto efetivo e potencial (hiato do produto), a relação entre o hiato do produto e a taxa de inflação, e um ruído que representa os choques de oferta (e/ou os efeitos de uma política discricionária do banco central).

É interessante notar que apesar das diferenças teóricas parece haver uma tendência de achar que taxas de inflação muito elevadas são um problema. A alta taxa de inflação levaria a uma elevada procura por ativos financeiros para evitar a deterioração do poder aquisitivo. E a incerteza criada pelo elevado nível da taxa de inflação reduziria a eficiência do sistema econômico. No entanto, ainda hoje existe um debate de qual seria um valor máximo ótimo para uma inflação controlada. A grande parte das economias procura manter a taxa de inflação em torno de 2% ao ano, já que taxas muito próximas de 0 poderiam causar deflação, outro problema difícil de ser enfrentado (BERNANKE e MISHKIN, 2007, p. 219).

De 1970 em diante observou-se que “as autoridades monetárias e governos do mundo inteiro aderindo as seguintes ideias:

- 1) Não existe trade-off entre inflação e desemprego no longo prazo;
  - 2) As expectativas são cruciais para o resultado da política monetária;
  - 3) Inflação tem um alto custo;
  - 4) A política monetária é sujeita ao problema de inconsistência temporal;
  - 5) Para o sucesso de uma política monetária o Banco Central precisa ser independente;
  - 6) Para um bom resultado de política monetária é necessária a existência de uma forte âncora nominal. [...] Uma âncora nominal seria uma variável que os *policymakers* usariam para maniar o nível de preços...”<sup>2</sup>
- (MISHKIN, 2007, p. 1-4)

---

<sup>2</sup> Tradução direta da versão original

### ***1.2.iii – A transição do regime de metas monetárias para o de metas de inflação***

Seguindo os modelos monetaristas e novo-clássicos a maioria dos países passou a adotar essas políticas monetárias já que essa época foi marcada pela *estagflação* – alto nível de desemprego com alta inflação – contrariando o *trade-off* estabelecido pelos neoclássico à partir da curva de Phillips.

O primeiro tipo de política monetária com âncora nominal instaurado usava as metas monetárias que são metas para a quantidade de moeda circulante no país evitando que o excesso de moeda provocasse pressão inflacionária. Inspiradas, principalmente, na visão de Friedman que acreditava que a inflação era um fenômeno essencialmente monetário, essas políticas foram colocadas em prática na década de 1970, mas não obtiveram muito sucesso. Os únicos dois países que conseguiram reduzir os patamares de sua inflação, com esta política, foram a Alemanha e Suíça, eles obtiveram esses resultados, principalmente, porque mantiveram uma boa comunicação de suas estratégias políticas focada no controle inflacionário de longo prazo (MISHKIN, 2007, p. 5).

As justificativas para a falta de eficácia do modelo de metas monetárias foram a falta de compromisso dos *policymakers* com o modelo de metas monetárias, e a crescente instabilidade na relação entre oferta monetária e as variáveis perseguidas, dentre elas a inflação e a renda nominal. A variação na velocidade de circulação da moeda é uma das principais causas na mudança dessa relação. Em 1980, vários países como os Estados Unidos, Canadá e Reino Unido abandonaram as metas monetárias, levando-os a adotarem outro sistema para ancorarem suas moedas, dentre elas a política de metas de inflação (MISHKIN, 2007, p. 5-6).

O modelo de metas de inflação não dependia de uma relação estável entre inflação e quantidade de moeda circulante, pois não dependia de outras variáveis além da própria inflação. Isto facilitava a compreensão do público, aumentando a transparência da política monetária em vigor e a verificação do compromisso do banco central com a meta. Outra vantagem do modelo de metas de inflação é que ele permite alguma flexibilidade na política monetária de curto prazo, abrindo espaço para medidas adaptativas para o curto prazo, sem perder a perspectiva do impacto das medidas no longo prazo – de maneira harmônica levando em conta o problema de inconsistência temporal.<sup>3</sup> Para a implementação desse modelo,

---

<sup>3</sup> Inconsistência temporal é um termo utilizado para explicar o conflito entre as decisões de curto prazo e de longo prazo na política monetária. Por exemplo: um *policymaker* pode decidir aumentar sua oferta monetária para incentivar o consumo, porém tal política tende a causar efeitos inflacionários no longo prazo. Assim sendo, existe uma inconsistência entre as decisões políticas de curto e/ou de longo prazos.

porém, os países precisavam mudar suas leis para promover a independência de seus Bancos Centrais, e estabelecerem regras para esclarecer os meios pelos quais seus bancos centrais perseguiriam a meta estabelecida e o período (MISHKIN, 2007, p. 5-6).

O primeiro país a mudar para esse modelo foi a Nova Zelândia em 1990. Foi a partir de um Ato do Parlamento tornando o Banco Central Neozelandês um dos mais independentes e estipulando que o ministro da fazenda e o chefe do Banco Central deveriam negociar e tornar pública a Política de Acordo de Metas, especificando metas numéricas para a inflação com uma banda de flutuação admissível e um prazo. Em seu modelo, movimentos nos preços das *commodities* são excluídos do cálculo da inflação utilizada para meta, o banco central pode adaptar a meta em caso de choques nos preços dos termos de troca, e a meta é uma banda com uma variação de três pontos percentuais na taxa de inflação ao invés de uma meta numérica precisa. Caso o Banco Central não alcance a meta o seu governador perde o cargo. Outros países como o Canadá e a Inglaterra, organizaram seus modelos de política monetária por regras em seus Bancos Centrais, sem a necessidade do uso da lei (BERNANKE e MISHKIN, 2007, p. 209-210).

Outra característica ressaltada por Bernanke e Mishkin quanto ao uso das metas de inflação é diferenciação entre uma regra e um arcabouço. Os autores defendem o uso do modelo como um arcabouço, ressaltando que a dicotomia da política monetária entre regra e discricionariedade tem sido incorreta. Eles justificam que alguns aspectos que seguem o padrão de regra são importantes na condução da política monetária e obtenção de bons resultados no longo prazo, porém considerar que o banco central só se importa com a inflação seria um erro, já que ele também se preocupa com as taxa de câmbio e juros, o crescimento econômico, dentre outros (BERNANKE e MISHKIN, 2007, p. 213-214).

É possível notar que o esquema de metas de inflação permite diferentes regras, mesmo que dependa das mesmas premissas. A boa comunicação do banco central com os agentes da economia, o seu compromisso em alcançar as metas estabelecidas é essencial para a manutenção das expectativas do mercado. Mas apesar do modelo depender disso para garantir seu bom funcionamento, ele permite que as metas sejam maleáveis. Em vários países, assim como a Nova Zelândia citada acima, a taxa de inflação utilizada desconsidera alguns bens na sua cesta, como as *commodities*, o que facilita o alcance de sua meta, sem considerar produtos que costumam sofrer choques exógenos. O uso do núcleo da inflação também evita que choques exógenos e/ou temporários nos preços de certos bens prejudiquem a avaliação correta da inflação e suas causas. O Canadá, por exemplo, exclui o preço dos alimentos, energia e os

primeiros efeitos de uma taxa indireta. Além dos itens incluídos na cesta para a estimação da inflação, pode-se mudar o período em que a meta deve ser alcançada ou seu prazo. Por exemplo, no caso Neozelandês utiliza-se uma banda para o nível de inflação que deverá estar dentro dela ao final de um ano, ou seja, hoje em dia a inflação deles deve estar entre 0% e 3% no final do ano. Em outros países, como a Finlândia, espera-se que a inflação acumulada em 12 meses esteja entorno de 2% em todos os meses do ano. Já o Reino Unido, a taxa de inflação utilizada exclui apenas os juros de pagamentos de alugueis, e deve ser – desde 1997- 2.5% ou menor até o fim do turno do Parlamento em vigor (BERNANKE e MISHKIN, 2007, p. 208-210).

Em 1993, John Taylor publica seu artigo *Discretion versus policy rules in practice*, no qual ele examinava como os novos modelos econométricos de avaliação de política monetária poderiam ser aplicados em um cenário real e prático. Para isso ele utilizou uma *proxy* para o produto potencial como uma tendência linear do logaritmo do PIB real com base no período compreendido entre o primeiro trimestre de 1984 e o terceiro trimestre de 1994. O resultado obtido foi uma fórmula chamada de *Regra de Taylor*, e tem sido usada como um modelo para os Bancos Centrais na determinação da taxa de juros de curto prazo. Ela relaciona a taxa de juros básica com os desvios da inflação real perante a sua meta, com o desvio do produto efetivo de produto potencial (hiato do produto) e a com a taxa de juros real de equilíbrio (CARVALHO, *et al.*, 2001, p. 162). A equação fica na seguinte forma:

$$i_t = \pi_t + g(y_t - y^*) + h(\pi_t - \pi^*) + r^f$$

Com:

$i_t$  = taxa de juros nominal de curto prazo;

$\pi_t$  = taxa de inflação;

$\pi^*$  = meta para taxa de inflação;

$(y_t - y^*)$  = desvio do PIB ( $y_t$ ) com relação ao seu potencial ( $y^*$ );

$(\pi_t - \pi^*)$  = desvio da taxa de inflação ( $\pi_t$ ) com relação à meta inflacionária ( $\pi^*$ );

$r^f$  = estimativa da taxa real de juros de equilíbrio da economia.

Quando o autor estimou os parâmetros  $g$  e  $h$  para os Estados Unidos, ele chegou a conclusão de que o Federal Reserve, banco central americano, praticava o mesmo valor que ele estimou: 0,5 para ambos. Ele chegou a sugerir que esses fossem os valores praticados pelos demais bancos centrais, mas em outros trabalhos de estimativa tenha reconhecido que eles poderiam ter valores diferentes.

Em 2000 Mishkin escreveu um artigo no qual ele fez uma avaliação sobre os países emergentes que adotaram regimes de metas de inflação, posteriormente publicado em seu livro. Ele mostrou que, diferentemente dos países industrializados, esses países tiveram uma difícil experiência com as metas cambiais e por isso mudaram para as metas de inflação. No entanto, os preços desses países estão muito ligados à taxa de câmbio. Apesar desse mesmo autor defender que nos países industrializados perseguir duas metas como a de inflação e a de taxa de câmbio leva ao não cumprimento de ambas e um mal funcionamento da economia, ele deixa claro a importância que deve ser dada pelos países emergentes à taxa de câmbio. Outro problema enfrentado pelos países emergentes é a confiança dos agentes, porque o controle da inflação é caracterizado por longos *lags* entre a política monetária utilizada e a transmissão pelos seus instrumentos. E por fim, outro problema descrito é a falta de compromisso da política fiscal, que eventualmente seriam monetizadas (MISHKIN, 2007, p. 273-274).

### ***1.3 – O regime de metas de inflação brasileiro<sup>4</sup>***

O regime de metas de inflação foi estabelecido no Brasil em 1999, depois da crise cambial que o país enfrentou perdendo grande parte do volume de suas reservas internacionais. O Plano Real que foi implementado em 1994 para combater a inflação acelerada que o país enfrentava a algum tempo, utilizou com êxito a âncora cambial, de sua implementação até sua crise. O presidente em exercício, Fernando Henrique Cardoso (FHC), junto de seu Ministro da Fazenda, Pedro Malan, e sua equipe, precisavam encontrar outra solução para ancorar sua moeda. O medo era de que a liberação do câmbio para um regime flutuante (livre, sem bandas) causasse impactos severos na inflação.

FHC nomeou Armínio Fraga como novo presidente do Banco Central, em março de 1999. Armínio Fraga era um economista conhecido no mercado financeiro e foi escolhido, pois poderia trazer confiança para o mercado. Em sua primeira reunião ele explicitou a mudança do regime de meta cambial para o regime de metas de inflação, e junto ao Comitê de Políticas Monetárias (COPOM) decide adotar uma política de fixação da taxa de Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) do Banco Central do Brasil, a taxa básica de

---

<sup>4</sup> Esta seção fundamentalmente baseada em MODENESI, 2005

juros brasileira, fixando-a – se prevenindo de uma possível pressão inflacionária causada pela liberação do câmbio - em 45% a.a.. Mas o Regime de Metas de Inflação só foi formalmente instituído em junho de 1999.

Junto com a implementação do Regime de Metas de inflação foi estabelecido um novo regime macroeconômica no país, pautado no que foi chamado de tripé macroeconômico. Ele estabelece um regime fiscal de superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação para a política monetária. A confiança do mercado nacional e internacional junto às medidas tomadas pelo presidente FHC deu respaldo político para que o governo conseguisse renegociar sua dívida junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), que exigia o cumprimento de metas de superávit e estabilidade macroeconômica.

Como explicitado por Modenesi (2005, p.: 359-360), o modelo brasileiro de metas de inflação foi instituído por Decreto em junho de 1999. Nele foi esclarecido que o índice utilizado para medir a inflação seria o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). As metas seriam uma forma de bandas (ou faixas), com uma meta numérica e uma banda de flutuação tolerável. As metas de 1999, 2000 e 2001 foram estabelecidas no mesmo mês. As metas de 2002 em diante foram decididas no final do mês de junho, dois anos antes do ano em questão, ou seja, ao final do mês de junho de 2002 foi decidida a meta para o ano de 2004. E para aprimorar os canais de comunicação entre o BCB e o público, foi criada uma publicação trimestral, o Relatório de Inflação, que apresenta os objetivos, limitações e as medidas tomadas pelo BCB, os resultados das medidas anteriores, e uma projeção do comportamento da inflação. O prazo para o cumprimento da meta é de um ano, e a inflação considerada é a acumulada em 12 meses no último mês do ano vigente – ou seja, a inflação acumulada em 12 meses no mês de dezembro do ano. Caso a meta não seja alcançada, o presidente do BCB deve apresentar “uma carta aberta ao Ministro da Fazenda contendo as causas do descumprimento da meta, as medidas necessárias para trazer a inflação para dentro da meta e o prazo esperado para as medidas produzirem efeito”.

**Tabela 1 - Metas de inflação e inflação efetiva no Brasil**

Ano	Banda (p.p.)	Piso da Meta (%)	Meta (%)	Teto da Meta (%)	Inflação Efetiva IPCA-12 meses (% a.a.)
1999	2	6	8	10	<b>8,94</b>
2000	2	4	6	8	5,97
2001	2	2	4	6	<b>7,67</b>
2002	2	1,5	3,5	5,5	<b>12,53</b>
2003*			8,50*		<b>9,3</b>
2004*	2,5	3	5,50*	8	7,6
2005	2,5	2	4,5	7	5,69
2006	2	2,5	4,5	6,5	3,14
2007	2	2,5	4,5	6,5	4,46
2008	2	2,5	4,5	6,5	5,9
2009	2	2,5	4,5	6,5	4,31
2010	2	2,5	4,5	6,5	5,91
2011	2	2,5	4,5	6,5	6,5
2012	2	2,5	4,5	6,5	5,84
2013	2	2,5	4,5	6,5	5,91
2014	2	2,5	4,5	6,5	6,41
2015	2	2,5	4,5	6,5	<b>10,67</b>
2016	2	2,5	4,5	6,5	
2017	1,5	3	4,5	6	

\*Em Carta Aberta (21/01/2003) as metas de 2003 e 2004 foram modificadas para 8,5 e 5,5, respectivamente

**Fonte: Banco Central do Brasil**

Os presidentes do BCB tiveram que escrever esta carta 4 vezes desde a implantação do regime, em 2002, 2003, 2004 e 2016, todos referentes à inflação do ano anterior. Em 2001, o Brasil enfrentou grandes dificuldades com a crise do setor energético, a variação no preço do petróleo, e as crises no cenário econômico mundial – a Argentina, vizinha, aprofundava sua crise, o Japão estagnava, os países europeus apresentavam fraco desempenho e a economia norte-americana sofria com os impactos dos atentados terroristas. Para evitar o efeito recessivo de uma política mais restritiva para o alcance da meta, já que as causas do aumento da inflação eram de natureza temporária (um dos problemas previstos com a escolha de uma inflação “cheia”). Os anos seguintes que também não alcançaram as metas previstas. Em 2002, ano de eleição que causava incerteza devido ao ganho de popularidade do candidato do Partido dos Trabalhadores (PT), Luiz Inácio Lula da Silva (Lula), e a grande desvalorização que o real sofreu perante o dólar, causou grande impacto inflacionário – em especial nos preços administrados. Em junho desse mesmo ano a meta inflação para o ano seguinte foi alterada, aumentando o centro da meta de inflação e sua banda, permitindo que ela flutuasse 2,5 pontos percentuais para mais e para menos. Essa mudança também depreciou as expectativas do público, e foi perceptível o abandono do BCB em cumprir a meta prevista para 2002 e a tentativa de se encaixar na meta de 2003. Com a vitória do PT na corrida

presidencial as incertezas continuaram grandes, mesmo com a afirmação do Lula na manutenção do regime econômico em sua “Carta ao Povo Brasileiro” (2002) (GIAMBIAGI, 2011, p. 196-203).

De 2003 a 2015 o País conseguiu se manter dentro da meta. No capítulo a seguir será avaliada a decisão do COPOM na 100<sup>a</sup> Reunião, em setembro de 2004, à luz do modelo de metas de inflação. Esse período foi marcado por uma elevada taxa de crescimento, interrompida com a decisão de elevação na taxa Selic. O último capítulo analisa a decisão do COPOM na 162<sup>a</sup> Reunião, em agosto de 2011. Ao contrário de 2004, nessa época o cenário era de incertezas quanto à economia externa e uma desaceleração da economia. A decisão do COPOM visava reverter essa tendência sem causar impactos inflacionários.

## **CAPÍTULO II – O PADRÃO DA POLÍTICA MONETARIA NO BRASIL EM MEADOS DE 2004**

### ***II. 1 – Introdução***

O objetivo deste capítulo é analisar os motivos e impactos da decisão tomada pelo COPOM em sua 100ª Reunião, realizada no dia 15 de setembro de 2004.

Para tal efeito este capítulo apresentará um panorama da economia brasileira no início da década de 2000, com os principais eventos da política nacional, enfatizando sua importância para a compreensão do comportamento macroeconômico do País. Em uma primeira parte, serão descritos os impactos das eleições de 2002 na confiança dos mercados, os efeitos desses impactos e as medidas econômicas tomadas pelo partido eleito. Em seguida será contextualizado o cenário econômico em 2003 e 2004, explicando os motivos que levaram o COPOM a elevar a Selic para frear a aceleração do crescimento da economia. E por fim, serão descritos os efeitos econômicos e as críticas de tal decisão, mostrando o começo de uma ruptura da visão conservadora que esteve presente nos primeiros anos do mandato de Lula.

### ***II.2 – Cenário brasileiro antes de 2004***

O modelo de metas de inflação brasileiro foi posto em prática em junho de 1999 pelo presidente do BCB, Armínio Fraga. Após as crises financeiras nos países Asiáticos, e a moratória russa, as pressões especulativas para a desvalorização do real tornavam o modelo de metas cambiais inviável, principalmente depois de o Brasil perder cerca de 40% de suas reservas em sete meses. Isso afetou as expectativas de inflação, prevendo uma forte alta, e forçou o BCB a recorrer a uma alternativa para ancorar sua economia. O novo modelo exigiu, porém, que a taxa básica de juros fosse muito elevada para evitar a aceleração da inflação, que até então, encontrava-se estabilizada.

Após a mudança no regime macroeconômico em 1999, o cenário mundial no início da década de 2000 deteriorou as expectativas. Próximo ao Brasil, a Argentina se aprofundou em sua crise em 2001. Em 11 de setembro de 2001 acontecem os atentados terroristas nos Estados Unidos e o mundo ficou em alerta com a possibilidade de uma guerra. Em 2003 os Estados Unidos entram em guerra contra o Iraque.

Enquanto isso no Brasil, apesar da retomada do crescimento a partir de 1999, surge uma crise energética em 2001 que prejudicou o crescimento nacional naquele ano e afetou a imagem do partido em poder (PSDB), acusado de mau administrador e planejador pelos

partidos de oposição. Em 2002, o país enfrentou uma crise de confiança junto as possíveis mudanças que seriam feitas pelos candidatos às eleições presidenciais.

O Partido dos Trabalhadores foi durante muitos anos o principal partido de oposição ao governo, e o seu candidato à presidência era Luiz Inácio Lula da Silva (Lula). O PT sempre foi crítico as decisões políticas tomadas pelos governos anteriores, e se colocava, até então, particularmente contra os acordos estabelecidos juntos ao FMI, deixando pairar a dúvida de que se assumisse o poder no Brasil poderia não honrar os compromissos e contratos assumidos pelo governo anterior. Mas o tom do discurso petista mudou durante o ano de 2002 quando o PT passou a usar Antônio Palocci (Palocci), então prefeito de Ribeirão Preto, como coordenador de seu programa eleitoral. Palocci ainda era pouco conhecido na época, mas apresentava uma opinião política e econômica de corrente mais “moderada”. Sua habilidade política permitiu ao PT convencer que as correntes dominantes no partido haviam mudado, e que a ideia de desfazer completamente os acordos anteriores fora descartada (GIAMBIAGI, 2011, p. 196-203).

A economia brasileira enfrentava um momento de alta cambial e alta inflação. As expectativas no mercado nacional e internacional se deterioravam com o cenário da época. Várias mudanças contribuíram para tal resultado. Em primeiro lugar, em junho de 2002 o COPOM decidiu alterar a meta de 2003, passando da banda de 1,25% a 5,25%, estipulada em junho de 2001, para uma meta de 4% ao ano (a.a.) com uma banda de flutuação de 2,5% para mais e para menos. No mês de julho, o COPOM abandonou a meta oficial prevista para 2002 prevendo que naquele ano ela terminaria dentro da banda prevista para 2003 permitindo uma redução na Selic ainda para 2002, evitando que a taxa de juros muito elevada prejudicasse demais o desempenho econômico naquele ano. Porém a previsão do BCB não se concretizou. A grande desvalorização do real naquele ano e a deterioração das expectativas provocaram um aumento brusco da inflação e em outubro o COPOM foi obrigado a voltar a elevar a Selic. Modenesi (2005) critica em seu livro essa decisão tomada pelo COPOM de conter a inflação com um aumento da Selic já que o conselho reconhecia que a causa da inflação não era uma elevada demanda, e que o aumento da taxa básica de juros prejudicaria o crescimento (MODENESI, 2005, p. 379-380).

Ao mesmo tempo, o aprofundamento da crise na Argentina aumentava a expectativa de que o mesmo pudesse acontecer com vizinho brasileiro, uma vez que ainda havia alguma incerteza quanto ao compromisso do candidato do PT junto à economia e aos acordos prévios. A alternativa encontrada pelo partido do Lula para melhorar as expectativas foi a publicação

de três documentos importantes. O primeiro foi uma carta aberta, “Carta ao Povo Brasileiro”, publicada em junho de 2002 que reforçava o compromisso com a estabilidade da economia. O segundo foi o programa de governo apresentado em julho de 2002, com um tom de “moderação”. E finalmente, um documento intitulado “Notas sobre o Acordo com o FMI”, publicado em agosto de 2002, no qual o PT deixava claro que cumpriria os acordos já estabelecidos. Em 27 de setembro Lula vence as eleições e assume a presidência em janeiro de 2003 (GIAMBIAGI, 2011, p. 196-203).

A desvalorização de 2002 teve como principal explicação os ataques especulativos ao real, gerados pela desconfiança dos mercados junto ao candidato do PT. Tanto os mercados nacionais quanto internacionais estavam receosos de que houvesse uma moratória brasileira. Durante o ano de 2002 o dólar que valia menos que R\$2,5 chegou a alcançar o teto de R\$3,81, em outubro do mesmo ano. Outro dado utilizado por Giambiagi (2004) para mostrar a variação do risco-país foram os C-Bonds, títulos da dívida externa brasileira, que estavam no patamar de 700 pontos-base em março de 2002 e chegaram a 2000 pontos-base em outubro do mesmo ano (GIAMBIAGI, 2011: p. 206).

O rápido efeito do aumento do câmbio na inflação levou o país a apresentar ao final de 2002 altos níveis de inflação, 12,5% a.a., baixo crescimento, 2,1% a.a. calculado na época<sup>5</sup>. Como os acordos junto ao FMI estabeleciam altos níveis de superávit primário sobre o PIB, as expectativas para 2003 pioraram muito. Então para espantar de vez as dúvidas com relação ao compromisso do PT junto à economia, Lula nomeia como Ministro da Fazenda seu articulador de campanha, Antônio Palocci e escolhe manter praticamente toda a equipe do Banco Central, mudando apenas seu presidente. Nomeou Henrique Meirelles que era ex-presidente mundial do Bank Boston, para passar confiança aos mercados, especialmente financeiro (GIAMBIAGI, 2011, p. 206-207).

A inflação e a deterioração das expectativas de inflação obrigaram o novo presidente do BCB a escrever a carta aberta do BCB de 21 de janeiro de 2003, na qual ele explicou os motivos do não cumprimento da meta de 2002 e a maneira para fazer com que a inflação convergisse para a meta nos anos seguintes, como estabelecido no Regime de Metas de Inflação quando a inflação de dose meses ultrapassa o teto da meta ao final do ano. Segundo sua estimativa, o repasse cambial foi responsável por 46,4% do aumento no nível de preços daquele ano. Levando em conta o efeito negativo que uma política monetária rigorosa para converter a inflação para a meta prevista para os anos seguintes teria no crescimento

---

<sup>5</sup> Em 2010 a metodologia de cálculo mudou, a nova estimativa de crescimento do PIB foi de 3,05% em 2002.

econômico, o BCB decidiu alterar as metas de 2003 e 2004 reajustando a meta de 2003 para 8,5% e 5,5% para o ano seguinte.

Outras duas medidas tomadas devem ser ressaltadas. A primeira, feita pelo COPOM, que elevou a taxa Selic em 0,5 p.p., passando de 25% para 25,5% a.a., deixava claro que “a elevação da taxa de juros não seria um ‘tabu’” (GIAMBIAGI, 2011, p. 206). A segunda decisão foi de aumentar o superávit primário, de 3,75% para 4,25% do PIB, colocando-a na Lei de Diretrizes Orçamentárias para os anos de 2004 a 2006. Essa medida foi muito importante para trazer confiança aos mercados interno e externo, já que apesar de o FMI exigir 3,75% do PIB, que era um valor bastante elevado para o superávit, ainda havia uma grande desconfiança do cumprimento do acordo. Todas essas medidas foram acompanhadas de cortes nos gastos públicos, e de reformas tributárias e na Previdência. Essas duas últimas serviram para evitar a queda na arrecadação, que diminuiu com o fim da CPMF previsto para 2004. Também foi prorrogada a Desvinculação de Receitas da União que permitia o aumento da margem de manobra do governo no uso das receitas.

O BCB que já havia elevado na primeira reunião do COPOM, a Selic para 25,5% eleva novamente em fevereiro de 2003 para 26,5% mantendo nesse patamar até junho deste mesmo ano. Também decidiram aumentar a taxa de recolhimento compulsório para os depósitos à vista dos bancos. Essas providências ajudaram a mostrar o compromisso do governo com a política do tripé-macroeconômico, previamente estabelecido.

Mesmo com essas medidas, o IPCA acumulado no ano chegou a 5,1% nos três primeiros meses de 2003, mais da metade da meta estipulada, 8,5%. Segundo Modenesi (2005), foi a elevada inflação de 2002 que aumentou o componente inercial da inflação (MODENESI, 2005, p. 381).

Giambiagi (2011) explica de outra maneira. Para o autor foram os ataques especulativos que elevaram a taxa de câmbio brasileira. O aumento da taxa de câmbio afetou a compra de importados, prejudicando o consumo de maneira quase imediata, e elevou os custos da indústria afetando os preços nos períodos seguintes. Portanto a elevação no patamar de inflação seria explicada pela desvalorização cambial (GIAMBIAGI, 2011, p. 208).

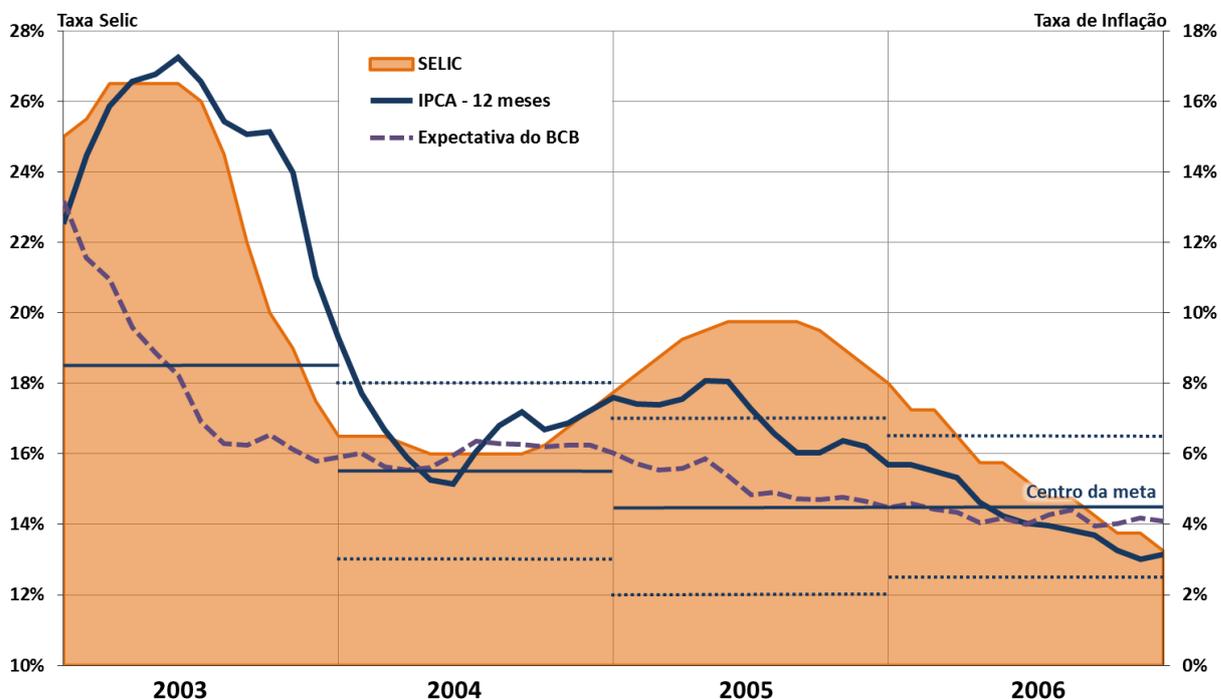
O ápice da inflação em dose meses daquele ano foi em maio de 2003, chegando a 17,24%. Depois de três trimestres de queda na taxa de variação do PIB<sup>6</sup>, o país entrou em recessão técnica, que combinada com a queda na taxa de câmbio, fez a inflação finalmente

---

<sup>6</sup> Ver APÊNDICE A

ceder. Com esse cenário, o COPOM pôde finalmente reduzir a Selic. A taxa foi reduzida gradativamente, chegando a 16,5% a.a. em dezembro de 2003. Foi uma tentativa do governo de incentivar a retomada do crescimento que alcançou apenas 1,14% do PIB no ano de 2003.

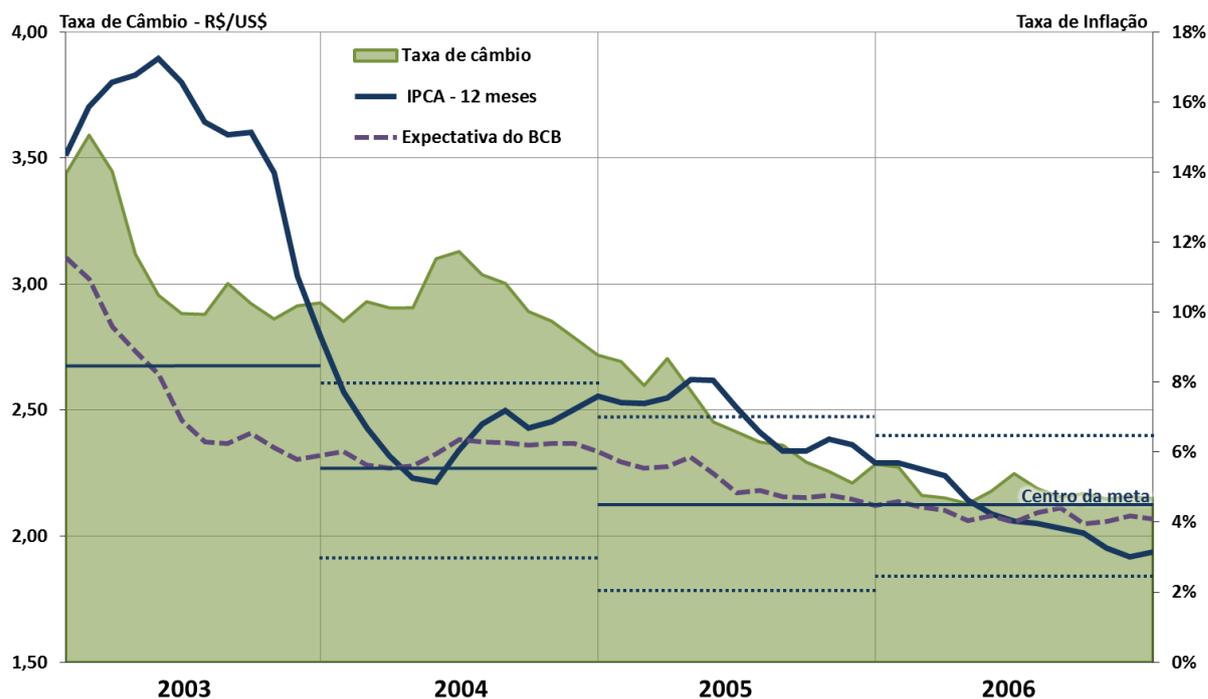
**Gráfico 3 - Taxa Selic, Expectativa de Inflação em 12 meses e Inflação Efetiva**



**Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE**

O gráfico acima mostra os níveis determinados pelo COPOM para a taxa Selic, o IPCA acumulado em 12 meses, e a expectativa média de inflação do BCB para o IPCA nos próximos 12 meses. Fica claro que a inflação efetiva para o ano de 2003 foi bem acima da prevista pelo novo governo no primeiro ano de seu mandato. No entanto, a avaliação feita pelo COPOM parece ter sido correta, já que a elevação da Selic foi suficiente para o momento desacelerando a inflação especialmente no último trimestre de 2003 e se enquadrando no intervalo da meta nos anos seguintes.

O que realmente parece ser um consenso entre os economistas, como Modenesi (2004), Barbosa (2010), e Giambiagi (2011) é que a taxa de câmbio foi um fator importante na inflação de 2003. O gráfico a seguir mostra a relação entre a média mensal da taxa de câmbio, o IPCA acumulado em 12 meses e a expectativa de o BCB para o IPCA acumulado em 12 meses. É possível notar que as variações no câmbio no ano de 2003 até setembro foram acompanhadas por uma variação na taxa de inflação, mesmo que com um ou dois períodos de *lag*.

**Gráfico 4 - Taxa de Câmbio. Expectativa de Inflação em 12 meses e Inflação Efetiva**

**Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE**

Para esses economistas a apreciação do real facilitou a retomada do crescimento no ano de 2003 e incentivou o crescimento nos anos seguintes. Segundo Barbosa (2010) o BCB vendeu parte de suas reservas em 2003 visando justamente apreciar o câmbio. Mas ele ressalta que a desvalorização vista em 2002 foi fruto de um ataque especulativo e a combinação de taxa de câmbio alto com as medidas tomadas pelo governo para retomar a confiança do mercado tornavam os ativos brasileiros extremamente atrativos para o mercado externo e interno. (BARBOSA, 2010: p. 60)

Barbosa e Souza (2010) explicam que a taxa de câmbio desvalorizada deixou os ativos brasileiros muito baratos para o mercado externo que vinha crescendo e via de maneira otimista as medidas tomadas pelo governo no início de 2003. As exportações cresceram muito, e apesar da retomada do crescimento as importações não aumentaram tanto, permitindo um resultado positivo do Balanço de Pagamentos. O cenário do Brasil foi melhorando acompanhado pelas expectativas, que foram, segundo a carta aberta de 19 de fevereiro de 2004 do BCB, responsáveis pela demora na queda da inflação.

A urgência em diminuir o nível do IPCA acumulado em 12 meses era para o BCB não só uma obrigação para o cumprimento da meta, mas uma possibilidade de baixar a taxa básica de juros que facilitaria o investimento e o a concessão de crédito, estimulando o crescimento do País. E assim o COPOM determinou em junho de 2003 diminuir a taxa Selic

gradativamente até abril de 2004, quando conselho optou por estabilizar no patamar de 16% a.a.. No dia 15 de setembro de 2004, o mesmo conselho decidiu subir novamente a taxa Selic. A seção seguinte vai avaliar os motivos que levaram a essa decisão em um contexto em que a inflação estava dentro do intervalo da meta, a taxa de câmbio vinha caindo, mas o crescimento finalmente se acelerava.

Depois do aperto inicial em 2003, a economia ganhou a ajuda da queda da taxa básica de juros, que saiu de 26,5% em junho para 16,5% a.a. em dezembro do mesmo ano. O crescimento econômico mundial e a alta taxa de câmbio impulsionaram as exportações, facilitando o crescimento interno. Esse cenário e a retomada de confiança no mercado brasileiro fizeram o real voltar a se valorizar em 2003. A valorização favoreceu o aumento das importações que indicava a retomada do consumo e do investimento. O câmbio que havia chegado ao patamar de R\$3,59 em fevereiro de 2003, cai para R\$2,85 em dezembro do mesmo ano (BARBOSA FILHO e SOUZA, 2010, p. 63).

O início do governo Lula ficou marcado pelo aumento dos programas de transferência de renda do governo, reajuste do salário mínimo, e mudanças na previdência. O principal programa do governo para aumentar as transferências de renda foi chamado de “*Bolsa Família*”, instituído por meio de Medida Provisória em 20 de outubro de 2003, era em parte uma unificação de diversos programas criados no governo anterior, dentre eles “*Fome Zero*”, “*Bolsa Escola*”, “*Programa de Auxílio-Gás*”, entre outros. Além dessas medidas, o governo também continuou o processo de facilitação ao acesso a crédito para empresas e pessoas físicas. Para as empresas a reforma na Lei de Falência facilitava a recuperação do crédito concedido a empresas em dificuldade financeira foi o que viabilizou o aumento na obtenção de crédito. Para as pessoas físicas a introdução do crédito consignado destinado a aqueles que pudessem comprovar uma renda mensal, possibilitava que mais pessoas tomassem crédito, aumentando o consumo interno (BARBOSA FILHO e SOUZA, 2010, p. 65-66).

O reflexo do aumento da renda e do crédito era percebido nas vendas no varejo. Desde 2003 a tendência do comércio varejista era de crescimento. O Índice de Volume de Vendas no Varejo feito pelo IBGE registrou um aumento de 3,3% no trimestre que termina em abril ante o anterior, e 2.6% no trimestre que encerra em julho ante o anterior das vendas no varejo. Esses índices corroboram com a ideia de que havia uma demanda por consumo a muito reprimida. Indicadores de compras a prazo e de maior valor agregado e de compras à vista e de menor valor registravam aumentos, e os de inadimplência indicavam continua queda (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004a, p. 28-31).

Essas medidas do governo para incentivar o consumo e o investimento, que estavam reprimidos pelas elevadas taxas de juros, de câmbio e inflação estavam em estágio inicial, comparadas com a proporção que alcançaram nos anos seguintes. As iniciativas começaram modestas principalmente porque o governo tinha o compromisso de obter elevados níveis de superávit primário, exigência do FMI para o pagamento da dívida, e para ganhar a confiança do mercado (BARBOSA, 2010: p. 67).

### ***II.3 – O ano de 2004 e a decisão de 15 de setembro***

Como visto anteriormente, a taxa básica de juros foi reduzida gradativamente em 2004, chegando a 16% em abril, e mantida neste patamar até setembro. Era o nível mais baixo da Selic desde a implementação do regime de metas. A economia sentiu rapidamente os efeitos das medidas tomadas pelo governo, a estimativa em setembro era de que o PIB havia crescido 4,2% no primeiro semestre de 2004, em relação ao mesmo período no ano anterior.

A parte da demanda relacionada aos gastos do governo, uma variação acumulada no ano de 1,5% e 1,4% nos primeiros trimestres de 2004, mostrando certa estabilidade. Esses gastos representaram 13,71% do PIB no primeiro semestre de 2003 e 14,09% do PIB do mesmo período de 2004. O superávit primário acumulado de 2004 chegava a 5,59% do PIB em resposta ao crescimento e o aumento da arrecadação, porém com menor dependência dos resultados das empresas estatais. O déficit nominal acompanhava o movimento de queda da taxa SELIC, e a necessidade de financiamento do setor público caiu. O déficit nominal no primeiro semestre de 2004 foi de R\$19,4 bilhões enquanto o do primeiro semestre de 2003 fora de R\$44,9 bilhões. As projeções de setembro de 2004 eram de um bom resultado fiscal, menor necessidade de financiamento público por causa do aumento da arrecadação e do patamar da SELIC, um menor endividamento externo e uma queda na relação dívida sobre o PIB (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004a).

No que se refere ao comércio exterior, as exportações aumentaram 17,8% nos primeiros seis meses do ano, enquanto as importações expandiram 13% no mesmo período, segundo o IBGE. As exportações brasileiras nos primeiros meses de 2004 aumentaram 34,8% em comparação ao mesmo período de 2003. Segundo dados do Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior os três setores se destacavam na exportação brasileira, os básicos que cresciam 44,8% em comparação ao mesmo período do ano anterior, os de Semimanufaturado e Manufaturado que aumentaram 20,8% e 31,3%, respectivamente.

Já o aumento das importações era uma clara resposta à retomada do crescimento. O Banco Central ressaltou que mais da metade, 53,6%, das importações eram de matéria-prima e de bens intermediários, reflexo da retomada do setor industrial brasileiro. Houve expansão de 22,8% dos bens de consumo, principalmente dos bens duráveis e 17% dos bens de capital. A expectativa em setembro de 2004 era de que a retomada de confiança no mercado brasileiro e os sinais positivos da economia interna garantiriam um equilíbrio no Balanço de Pagamento, já que o aumento das exportações, das transferências unilaterais correntes e do investimento estrangeiro direto eram maiores do que o Banco Central havia previsto em junho (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004b, p. 9).

Analisando a produção nacional, nota-se que a agropecuária no primeiro semestre do ano registrava contínuo crescimento, motivado principalmente pela demanda externa. As safras de alguns produtos, porém, foram afetadas por adversidades climáticas, que refletiram na série dessazonalizada. No entanto de maneira geral as perdas de alguns produtos foram compensadas pela expansão de outros. Para continuar estimulando a expansão do setor o governo promoveu o Plano Agrícola e Pecuário (PAP) 2004/2005 que previa uma maior disponibilidade de crédito para a próxima safra.

A produção industrial também registrou altos índices de crescimento. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal<sup>7</sup> (PIM) levantada pelo IBGE, nos seis primeiros meses de 2004 a indústria de maneira geral já havia produzido 7,5% a mais que no mesmo período do ano anterior, e o mês de julho registrava uma produção de 0,5% maior se comparado ao mês anterior. E dividindo a produção industrial entre indústria de transformação e extrativa mineral, é possível notar que o aumento da produção era impulsionado pela indústria de transformação, com um aumento de 8,2% no ano comparado com o mesmo período do ano anterior, versus 0,5% da indústria extrativa mineral. E desfragmentando de outra maneira, é possível notar um crescimento de 24,9%, 6,7%, 6,0% na produção de bens de capital, bens intermediários, bens de consumo. Dentro dos bens de consumo houve um aumento de 24,5% de bens de consumo duráveis e 2,0% de bens de consumo semi e não duráveis, respectivamente. Era um aumento substancial que sucedia uma desaceleração percebida no trimestre de fevereiro a abril, no qual a produção industrial geral registrou uma diminuição de 0,1% se comparado com o trimestre anterior. Já esse trimestre, que acabava em julho, apresentava um aumento de 3,8% (IBGE, 2016). A explicação para a diminuição da produção

---

<sup>7</sup> Os estudos realizados pelo IBGE - PIM mudaram de metodologia ao longo dos últimos anos, por isso os dados atuais verificam outro valor, como no caso da produção industrial acumulada no ano de 8,1% comparado ao mesmo período do ano anterior.

industrial para o trimestre que encerava em abril era de que toda recuperação acelerada do nível de atividade, como a que ocorrera no terceiro trimestre de 2003, era seguida de níveis mais discretos de atividade. Esse tipo de movimento podia ser notado na economia nacional em outros momentos de retomada de crescimento da produção industrial, como o de setembro de 1995 até outubro de 1997, o de janeiro de 1999 a janeiro de 2001 e o de novembro de 2001 a novembro de 2002 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004a, p. 21).

A percepção de que a principal parcela da produção industrial era de bens de capital, assim como o aumento das importações desses bens, era muito importante para o COPOM, pois a elevação na absorção interna desses bens de 12,8% em julho, implicaria em formação bruta de capital fixo, ou seja, investimento.

Os dados de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)<sup>8</sup>, dessazonalizados, calculados pelo Sistema de Contas Nacionais (SCN), mostravam um aumento constante em 2004 ante os trimestres imediatamente anteriores, aumentando 0,91% no primeiro trimestre, 11,94% no segundo e 14,18% no terceiro<sup>9</sup> (IBGE, 2016). Ao mesmo tempo, como visto anteriormente, a produção e a importação de bens de capital aumentavam, resultando em um aumento nos investimentos que vinha ocorrendo desde o último trimestre de 2003, acompanhando a retomada do crescimento.

Vale lembrar que a teoria por trás do modelo de metas de inflação brasileiro afirma que a taxa de inflação efetiva é o resultado da soma da expectativa de inflação e uma proporção do hiato do produto e um ruído, por isso “o regime de política monetária possui duas metas: atingir uma meta para a taxa de inflação e o do produto potencial” (LICHA, 2015, p. 104).

Por isso, o BCB mostrava-se preocupado com o contínuo aumento do nível de capacidade instalada da indústria, que caso aumentasse mais rapidamente que o tempo de maturação dos investimentos realizados pelos empresários, provocaria um aumento nos preços. Por isso foi considerado tão importante o cálculo do hiato do produto, i. e., a diferença entre o produto efetivo (toda capacidade produtiva instalada efetivamente utilizada) e o produto potencial (toda a capacidade produtiva instalada). No entanto, o cálculo do hiato do produto não é simples, o produto potencial é uma variável não observável, e por isso deve ser estimada. O BCB usou três metodologias diferentes, no relatório de setembro de 2004, e a

---

<sup>8</sup> Ver APÊNDICE B

<sup>9</sup> Dados atuais obtidos junto ao IBGE/SCN com mês de referência em 2010.

conclusão foi de que desde o final de 2003 o hiato do produto diminuía (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004b, p. 21-27).

Alguns dados mostravam que utilização da capacidade instalada da indústria chegava a patamares muito elevados, começando pelo Nível de Utilização de Capacidade Instalada (Nuci) dessazonalizado, calculado pela FGV<sup>10</sup>, que indicava constante aumento, alcançava 84,1%<sup>11</sup>. Esse nível era bastante elevado e se aproximava ao maior índice já observado, o do início de 1995 após a implementação do Plano Real. O Nuci calculado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI)<sup>12</sup>, que calcula esse índice para doze estados, também apresentava um crescimento chegando a 82,8%<sup>13</sup> em julho, o maior valor que a série havia alcançado até então. Na análise feita pelo COPOM com os dados da Nuci calculados pela FGV, notava-se que o maior índice no Nuci era de bens intermediários, com 87,1%, seguido pelos de bens de capital, com 82,4%. Grande parte da produção industrial que alcançava altos índices de Nuci era de produtos voltados à exportação que havia crescido muito nos anos anteriores. Segundo o Relatório de Inflação de Setembro de 2004, a publicação da CNI de agosto de 2004 indicava que “em setores específicos, que estão operando em níveis de utilização historicamente elevados, são necessários investimentos para garantir a continuidade da expansão” E essa era a principal preocupação do COPOM.

Acompanhando a retomada do crescimento e o aumento da produção interna veio a queda no desemprego. Apesar de no início do ano o desemprego ter aumentado chegando ao pico de 13,1% em abril segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), este número representava não só os efeitos sazonais comuns para época do ano, mas também refletiam o aumento da População Economicamente Ativa (PEA). Esse aumento era composto principalmente pela parcela da população que não estava empregada e que também não estava procurando emprego, e não só pelo aumento da População em Idade Ativa (PIA). E assim a taxa de desemprego chegava a 11,2% em julho de 2004, uma queda de mais de 1 p.p. comparado ao ano anterior, com uma expansão de 4,1% do emprego formal desde o início do ano.

A criação de novos postos de trabalho foi acompanhada pela ampliação do emprego formal com carteira assinada, coma criação de 162.7 mil novas vagas entre maio e julho, comparado aos 90 mil de empregos sem carteira assinada e nas demais categorias. O

---

<sup>10</sup> Ver APÊNDICE C

<sup>11</sup> A série Nuci calculada pela FGV sofreu mudanças, em especial do índice base, por isso na série atualizada o valor de junho de 2004 é de 81,2%.

<sup>12</sup> Ver APÊNDICE D

<sup>13</sup> A série Nuci do CNI sofreu mudanças, por isso o dado na série atualizada é 82,6%.

Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) verificava essa expansão do emprego em outras regiões, além das metropolitanas medidas pela PME do IBGE, e seus dados mostravam que o segmento da indústria de transformação foi o de maior criação de novas vagas.

Juntamente com o aumento do emprego, e do emprego formal, houve uma melhora dos rendimentos do trabalho. Depois da queda em abril e maio, devido a sazonalidade, eles voltaram a crescer nos meses subsequentes. Apesar do acumulado no ano mostrar uma diminuição do poder de compra médio, o poder de barganha dos sindicatos e dos trabalhadores aumentava, indicando que 79,4% das negociações salariais acarretavam em reajustes iguais ou superiores ao INPC, com redução de reajustes parcelados, segundo o Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (DIEESE) (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004b, p. 28-31).

Para o BCB a previsão de contínua queda no desemprego e aumento dos rendimentos do trabalho, junto com a expansão do crédito, eram também um indicativo de sustentabilidade no crescimento do consumo das famílias, e portanto da demanda agregada (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004b, p. 34).

Na 100<sup>a</sup> reunião do COPOM, em 15 de setembro de 2004, destacou-se que a inflação, principal compromisso do conselho, já mostrava indícios de que terminaria o ano acima do centro da meta. Os principais itens da cesta que contribuíram para elevação do IPCA, no mês de agosto de 2004, foram os alimentos *in natura*, os derivados de cana de açúcar, a gasolina e o álcool combustível, empregados domésticos, dos automóveis, e alguns efeitos residuais do aumento de preços monitorados da energia elétrica, telefonia fixa e ônibus urbano. O aumento no preço dos produtos *in natura* era explicado por questões meteorológicas. Os empregados domésticos provavelmente tiveram seus salários ajustados já que ocorriam reajustes no salário mínimo. A energia elétrica, telefonia fixa e ônibus urbano fazem parte do grupo de preços controlados, por isso o reajuste feito pelo governo nos meses anteriores ainda causava impactos nos preços. Porém, o grupo de álcool combustível e gasolina sofria os efeitos das incertezas do mercado internacional de petróleo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004, p. 1-2).

Outros itens chamaram a atenção, pois acarretaram em um aumento no IPA industrial. Dentre eles o ferro, aço e derivados, que empurrava o IPA industrial para cima, mostrando indícios de um efeito retardado nos preços dos bens do IPCA dos meses seguintes. Sabendo que a previsão de inflação para o ano 2004 estaria acima do centro da meta, assim como a de

2005, isso provocaria uma inflação inercial que aumentaria a expectativa de inflação de 2005 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004, p. 2).

Levando em conta esse crescimento acelerado de demanda, uma inflação inercial (ainda que pequena), a falta de certeza quanto ao hiato do produto, o conselho achou que havia indícios suficientes de que a inflação aumentaria e que era preciso uma medida de sua parte para evitar um possível descontrole. Então, depois de manter a Selic em 16% durante os últimos 4 meses, patamar histórico que ajudou a incentivar o crescimento da economia em 2004, o BCB decidiu aumentar a Selic para 16,25% em setembro, mostrando o compromisso do conselho com a meta para do hiato do produto e portanto com o controle da inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004, p. 5-6).

#### ***II.4 – Os efeitos do aumento da Selic a partir de setembro de 2004***

A decisão do COPOM de 15 de setembro de 2004, foi de que a taxa Selic deveria ser elevada progressivamente para evitar um descompasso entre o crescimento da demanda agregada e o crescimento da capacidade produtiva instalada. No mês de setembro a taxa foi elevada para 16,25%, no mês de outubro para 16,5%, assim sucessivamente até chegar no patamar de 19,75% em maio de 2005.

Segundo os autores Barbosa Filho e Souza (2010) o PT possuía duas vertentes em conflito dentro do partido. Uma com a visão chamada pelo autor de “neoliberal”, e outra chamada “desenvolvimentista”. A corrente “neoliberal” era a que se encontrava no poder, com Antônio Palocci e Henrique Meirelles como simpatizantes e defensores. Essa visão consistia em priorizar o investimento privado, e para tal o Estado deveria ter um papel minimalista na economia, agindo apenas para garantir a estabilidade econômica, garantindo controle inflacionário, a criação de superávit e câmbio flutuante (BARBOSA FILHO e SOUZA, 2010, p. 67-70). Essa corrente acreditava que o crescimento acelerado da demanda e a redução do hiato do produto provocaria um aumento dos custos de produção, que seriam repassados aos preços. Como a expectativa de que a inflação estava acima do centro da meta para aquele ano e o seguinte, o BCB deveria se precaver e usar a política monetária para evitar que o ritmo de crescimento aumentasse a inflação. E assim a economia brasileira estaria mais preparada para enfrentar choques exógenos, já que o país estava com um endividamento externo, e com receio de aumentos no elevado preço do barril de petróleo e da taxa de juros americana.

Os autores descrevem os “desenvolvimentistas” como um grupo que acreditava que o potencial de crescimento brasileiro era maior do que o previsto. O aumento da demanda estimularia o mercado interno a aumentar o investimento e sua capacidade produtiva cada vez mais. E o elevado nível de crescimento intensificaria a arrecadação para o governo que aumentando seu superávit. A dívida deveria se basear no superávit primário corrente, permitindo ao governo aumentar sua capacidade de se financiar com a finalidade de aumentar o investimento público (BARBOSA FILHO e SOUZA, 2010, p. 70-74).

A decisão dos “neoliberais” de elevar a Selic afetou o crescimento do PIB quase instantaneamente. A variação do PIB real caiu de 6,6% no terceiro trimestre de 2004 para 6,2% no quarto trimestre e 4,2% no primeiro trimestre de 2005<sup>14</sup>.

O objetivo do COPOM, dentro dessa visão “neoliberal”, era evitar que o hiato do produto diminuísse ainda mais, e desacelerar o processo de crescimento da demanda interna para que os investimentos da produção industrial tivessem o tempo de maturação necessário para aumentar sua capacidade produtiva e assim atender uma maior demanda. No entanto tanto a Nuci calculada pelo CNI quanto a calculada pela FGV mostraram muito pouca resposta ao aumento da Selic no período de setembro de 2004 a maio de 2005, quando finalmente chegou a um patamar menor do que 82%. A primeira manteve-se aproximadamente no mesmo patamar, enquanto a segunda obteve índices ainda maiores até o início de 2005 quando finalmente passou a diminuir.

A FBCF que estava aumentando em um patamar de 14,18% no terceiro trimestre ante o anterior, foi caindo até chegar a 1,36% de aumento no final do primeiro trimestre de 2005, mostrando a clara desaceleração do processo de investimento das empresas industriais. Após o aumento inicial da taxa de juros a produção industrial retraiu 1% comparado com o mês anterior. A FBCF no trimestre seguinte teve uma variação muito menor que a observada no período anterior, movimento observado de maneira similar nas operações de crédito do sistema financeiro que obteve variações muito menores que as anteriores. Vale ressaltar que em dezembro de 2004 as operações de crédito para pessoa jurídica chegaram a retrair 0,07% naquele mês. Esses fatores contribuíram em conjunto para a queda na variação do PIB. Outro aspecto relevante foi a apreciação do real, pois a diminuição da taxa de câmbio contribuiu para diminuir o crescimento das exportações, que já estavam afetadas pela queda nas exportações mundiais. Elas que aumentavam 13,7% no terceiro trimestre de 2004 ante o mesmo de 2003, e passou para 13,6% no quarto trimestre de 2004 e 9,9% no primeiro

---

<sup>14</sup> Ver APÊNDICE A

trimestre de 2005. Com a apreciação do real e o aumento da demanda observou-se um aumento das importações, que cresceram chegando ao auge de 13% de crescimento no terceiro trimestre de 2004 ante o mesmo trimestre do ano anterior, mas que apesar de desacelerando, continuou crescendo trimestre contra trimestre até julho de 2005. A FBCF só voltou a subir no segundo trimestre de 2005 quando a Selic deixou de subir.

Outro aspecto interessante de notar é que após a elevação da Selic, o Nuci não regrediu, ficou acima de 81% nos anos seguintes nas pesquisas realizadas tanto pela FGV quanto pelo CNI. Manteve-se praticamente estável no índice calculado pelo CNI e chegou a aumentar no calculado pela FGV. Em suma, levando em conta o que levou o COPOM a elevar a taxa Selic, o receio de que houvesse uma pressão inflacionária forte com a diminuição do hiato do produto, parece não se justificar dado o desempenho da economia nos trimestres seguintes. Não só não houve uma diminuição notável do nível de utilização da capacidade instalada no parque industrial, como o aumento dos juros fez com que o investimento diminuísse muito no trimestre seguinte. Neste caso, existe a possibilidade de que existem falhas na estimação da Nuci ou do hiato do produto. Segundo Licha (2015): “Um erro na estimação do produto potencial afeta a taxa de política, que não será ótima. Isto afeta o nível do produto e a taxa de inflação, diminuindo o bem-estar social” (LICHA, 2015, p. 159). Assim sendo, o erro na metodologia do cálculo do hiato do produto ou do produto potencial, teria levado o BCB a um diagnóstico errôneo e por isso uma resposta não satisfatória da economia nos trimestres seguintes.

Um exemplo de visão crítica à decisão é o trabalho do economista Franklin Serrano (2010) que reprovou a análise e a decisão tomada pelo COPOM. Se opondo primeiro à ideia de que o produto potencial era uma variável exógena e com limite de crescimento, e em seguida colocando em xeque o argumento de que o investimento devia ser privado, já que o investimento público era de apenas 1,2% do PIB em 2004.

Serrano (2010) ao criticar o diagnóstico feito pelo COPOM aponta para as causas do aumento do IPCA, justificando que o aumento dos preços internacionais das *commodities* foi o que causou a inflação observada nesse período, especialmente do petróleo (SERRANO, 2010). De fato, observou-se nos meses seguintes um aumento no nível de preços a partir de setembro, quando ocorreu a primeira elevação da Selic. Em relatórios posteriores ao de setembro, percebe-se que o diagnóstico do BCB não caracteriza o choque de oferta dos insumos industriais como o principal ator, e apesar de citá-lo como contribuinte, perde importância se comparado com o aumento dos preços monitorados, da educação e

posteriormente dos produtos *in natura* que possuem grande sazonalidade, e dos insumos da produção industrial que depende de *commodities* metálicas e de produtos relacionados ao petróleo.

Os economistas André Modenesi e Rui Lyrio Modenesi (2012) revelam em seu artigo que um motivo pelo o qual a taxa básica de juros no Brasil é tão alta, é a “...elevada participação dos preços administrados no IPCA (cerca de 30%). A quase insensibilidade desses preços aos juros – aliada ao fato de que sua taxa de crescimento, muitas vezes, tem sido superior à inflação livre – requer que os preços livres sejam excessivamente represados, para compensar a forte pressão (direta e indireta) exercida pelos administrados no IPCA...” (MODENESI e MODENESI, 2012, p. 396). Ou seja, o patamar elevado de inflação desses preços pode ter exigido mais rigidez no controle dos preços livres, fazendo com que o BCB procure uma Selic alta o suficiente para evitar que a demanda agregada aumente os preços livres. Esse seria um dos resquícios das indexações realizadas na época de hiperinflação, que em épocas de inflação controlada pode causar distorções nos resultados da política monetária. Portanto, ainda pode existir algum nível de indexação nos preços, dos produtos agrícolas *in natura*, na educação e recreação, e nos insumos e derivados do petróleo. Lembrando que a alta do preço do petróleo começou no final de 2003. Sendo esse o caso, pode-se concluir que o diagnóstico feito pelo Copom não foi assertivo, apesar do resultado final de conversão da inflação para dentro do intervalo de tolerância ter sido alcançado.

Outra visão crítica feita por André Modenesi e Rui Lyrio Modenesi (2012) parece bem difundida entre os economistas como um dos problemas nos mecanismos de transmissão da política monetária. Esse motivo, citado em diversos de seus artigos, é uma característica específica da economia brasileira: a Letra Financeira do Tesouro (LFT). A LFT é um título emitido pelo governo brasileiro com uma taxa de juros pós-fixada indexada à Selic (TESOURO NACIONAL). “A LFT foi criada, com o nome de LBC, em 1986 para viabilizar o financiamento do Tesouro Nacional (TN), num quadro de ameaça de hiperinflação, evitando a prevista dolarização da economia” (MODENESI e MODENESI, 2012, p. 394). Esses títulos são emitidos pelo Tesouro Nacional, sob responsabilidade do Ministério da Fazenda, e servem para o financiamento do governo, ou seja, uma medida de política fiscal. Para tornar esses títulos mais atrativos aos agentes, propõem-se juros mais altos, logo uma Selic mais alta.

É importante notar que a partir do momento que a Selic, utilizada como principal instrumento da política monetária dentro do regime de metas, também é utilizada para indexar títulos emitidos pelo tesouro, estabelece-se uma dupla função para esta taxa e por tanto uma

“inter-relação” entre as políticas fiscal e monetária. Neste caso é possível questionar a independência do BCB para estabelecer um valor para a Selic, já que para o Tesouro Nacional é interessante que ela permaneça elevada, e ao mesmo tempo, cada aumento da Selic exige que o superávit primário seja maior, para que seja realizado o pagamento dos juros. Além disso, a “inter-relação” entre a política fiscal e monetária pode ter causado interferências no modelo do tripé, tornando a dinâmica da política econômica menos transparente para os agentes o que, a priori, vai contra um dos princípios do modelo de metas de inflação.

Inspirados nos economistas Bresser-Pereira e Nakano (2002), eles afirmam que “...o que, em geral, explicaria os altos níveis de taxa de juros seria o fato de que as autoridades econômicas estariam atribuindo funções múltiplas à Selic: restringir a demanda agregada, para controlar a inflação; evitar a desvalorização cambial, a fim de conter a inflação de custos; estimular a entrada de capitais, para equilibrar a balança de pagamentos; incentivar a compra de títulos, com vistas a financiar o déficit público; e diminuir o déficit comercial, via contenção de demanda” (MODENESI e MODENESI, 2012, p. 397). A compra de títulos por agentes do exterior atraídos pela alta taxa de juros permite a entrada de capitais, valorizando o câmbio e equilibrando a BP. O câmbio valorizado evita um aumento do preço dos importados, e, conseqüentemente, a queda no investimento em máquinas e equipamentos estrangeiros. A compra de títulos (por agentes internos e externos) permite o financiamento do déficit e, com um valor para a Selic elevado, a demanda permanece reprimida evitando pressões inflacionárias.

Serrano (2010) afirma em seu artigo que a desaceleração da inflação em 2005 está relacionada com a valorização do real, causado pela entrada de dólares atraídos pelo aumento da Selic que foi responsável também pela queda do crédito (SERRANO, 2010). Essa visão baseia-se em parte na de Barbosa (2007) que escreveu que “..., até agora o sucesso do regime de metas tem dependido substancialmente pelo favorável comportamento da taxa de câmbio e isso não pode continuar indefinidamente. Por definição a apreciação da taxa de câmbio não pode continuar para sempre, senão a moeda se tornará infinitamente custosa...” (BARBOSA-FILHO, 2008, p. 196). Ou seja, a valorização do câmbio tem sido o maior aliado da política monetária no controle da inflação. Juntando esses fatores com a análise feita por Modenesi e Modenesi (2012), pode-se especular que o aumento da Selic serviu principalmente para facilitar a valorização cambial. Lembrando que o câmbio havia voltado a uma média mensal acima de R\$3,00 no segundo trimestre de 2004. Por isso a decisão do BCB de aumentar a Selic pode ter causado uma valorização cambial que ajudou a reduzir a inflação nos trimestres seguintes, mas não foi suficiente para evitar o aumento do uso da capacidade instalada.

O fato é que o desempenho da economia brasileira após a decisão foi dramaticamente pior que o observado no início de 2004, afetando a confiança e o apoio das políticas em vigor que sugeriam uma “contração fiscal expansionista”, diminuindo novamente os gastos do governo, as transferências de renda, para possibilitar a queda na taxa juros e conseqüentemente o aumento do investimento privado. O momento foi concomitante com alguns escândalos de corrupção no governo, e Lula se viu obrigado a trocar seu Ministro da Fazenda, substituindo Antônio Palocci de visão “neoliberal” por Guido Mantega de visão “desenvolvimentista”, em março de 2006. (BARBOSA, 2010, p. 67 – 74).

Conclui-se a partir das informações descritas neste capítulo que o BCB e o COPOM procuraram manter sua política monetária conforme ao Regime de Metas de Inflação, levando em consideração a pressão inflacionária causada pela diminuição do hiato do produto. Aumentou-se a taxa Selic com a intenção de conter a demanda temporariamente para permitir a maturação do investimento, ou seja, o aumento da capacidade instalada. O resultado da decisão de setembro de 2004 foi, no entanto, diferente do esperado. A desaceleração da economia provocada pela decisão causou uma ruptura no PT, que procurou adotar, dali em diante, políticas “desenvolvimentistas” com foco na aceleração do crescimento pelo aumento da demanda e do consumo. Também foi possível observar que o nível de utilização da capacidade instalada alcançou níveis superiores posteriormente sem, aparentemente, causar impactos inflacionários. Duas hipóteses foram sugeridas para tal efeito, um erro na estimação do hiato do produto e/ou uma falha nos mecanismos de transmissão da política monetária, que poderiam exigir níveis altos (comparados ao resto do mundo) para a Selic e interferência na relação entre a taxa e a inflação.

## **CAPÍTULO III – O PADRÃO DA POLÍTICA MONETARIA NO BRASIL EM MEADOS DE 2011**

### ***III.1 – Introdução***

No capítulo anterior foi ressaltado que a política econômica adotada no início do primeiro mandato de Lula tinha um viés considerado “neoliberal”, seguindo a ortodoxia para escolha da taxa básica de juros e os impactos das variáveis endógenas na política monetária. Neste capítulo será analisado se foi dada continuidade a esse viés com a manutenção do PT no governo. Primeiramente será descrito o cenário político até 2011, com as eleições em 2010 e as primeiras mudanças no governo com a nova Presidente eleita. Em seguida será analisado o ano de 2011 e quais os motivos que levaram o COPOM a diminuir a taxa Selic em 31 de agosto de 2011. O cenário mundial se caracterizava pela tendência crescente de incertezas no plano econômico, e embora a previsão para a inflação fosse de enquadrar-se dentro do intervalo de tolerância ao final do ano, os valores previstos não eram tão próximos do centro da meta o que, de acordo com a visão novo-clássica, poderia causar descontrole com a redução da Selic. E finalmente avaliaremos os efeitos de tal decisão assim como as críticas feitas a ela.

### ***III.2 – O cenário brasileiro até 2011***

Os mandatos presidenciais de Lula foram considerados por muitos bem-sucedidos. Em 2006, após a mudança do Ministro da Fazenda para Guido Mantega a política econômica deixou de ser mais conservadora, “neoliberal”, e passou a ser “desenvolvimentista”, incentivando o crescimento com o aumento da demanda e as transferências de renda. O grupo político que se juntava a de Guido Mantega acreditava que o crescimento da demanda efetiva estimularia o empresariado a elevar o nível de investimento aumentando o produto potencial para atender essa demanda crescente. Ou seja, uma maior demanda agregada geraria aumentos nos lucros dos produtores que se veriam estimulados a ampliar sua capacidade produtiva gerando crescimento efetivo do país (BARBOSA FILHO e SOUZA, 2010, p. 70).

Em 2006, Lula foi reeleito mostrando a confiança da maior parte da população em suas políticas. O aumento das distribuições foi notório, fazendo com que o índice de pessoas em extrema pobreza no país passasse de 24,9% em 2003, para 13,3% em 2009 (IBGE, 2016).

O cenário político brasileiro enfrentou, em 2005, escândalos que envolviam o nome de José Dirceu, Ministro da Casa Civil nas investigações de corrupção chamadas de “Mensalão”.

Após sua renúncia, Lula nomeou Dilma Rousseff, que era Ministra de Minas e Energias, para substituir o Ministro deposto.

Dilma Rousseff ganhou bastante visibilidade durante o mandato de Lula, em especial no segundo com o lançamento em 2007 do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que era um projeto do governo com objetivo de realizar grandes obras de infraestrutura por todo o país. O programa foi um dos meios de investimento ao qual o governo recorreu, visando melhorar a infraestrutura urbana, logística e energética do país. Segundo o governo, foi fundamental para garantir emprego de mão de obra mesmo durante a crise de 2008/2009 (BRASIL, MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, 2016). O PAC também exigia metas para o PIB visando acelerar seu crescimento. A Ministra da Casa Civil foi anunciada como principal responsável por tocar o PAC que envolvia os mais diversos projetos, como o programa “Minha Casa Minha Vida”, lançado em 2009, as obras para a expansão da exploração do Pré-Sal, e obras de duplicação de rodovias. Segundo os dados do site do PAC, o programa ajudou a aumentar o nível de investimento no país, que passou de 1,6% do PIB em 2006 para 3,27% em 2010. E assim Dilma ganhou visibilidade e credibilidade, tornando-se famosa por ter “pulso firme” e transformando-se na candidata do PT para as eleições de 2010, já que Lula não poderia mais ser reeleito.

Nesse mesmo período, o crescimento do mundo inteiro era elevado: desde 2003 o “PIB mundial” aumentou mais de 4%, e a partir de 2006, a taxa de crescimento era maior que 5%, até a crise de 2008 (FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL). Acompanhando o crescimento mundial o Brasil cresceu em média 5,1% no mesmo período.

Em fevereiro de 2008 foi publicado que: “segundo dados divulgados na quinta-feira pelo Banco Central (BC), o país passou de devedor a credor externo. Pela primeira vez, o volume de recursos em moeda forte aplicados no mercado internacional (reservas cambiais, créditos diversos e depósitos em bancos comerciais) superou o valor da dívida externa. A diferença é de US\$ 4 bilhões” (FUCS, 2008). Esse dado foi utilizado por Lula para afirmar que o Brasil havia pagado sua dívida externa, embora até hoje haja controvérsias sobre o assunto.

A inflação encerrou todos os anos dentro do intervalo de tolerância da meta, mantendo-se abaixo do centro de 4,5% em quase todo o período de 2006 a 2009. Apenas em 2008 foi possível observar um aumento significativo da inflação que encerrou o ano em

5,90% a.a. No entanto, de 2009 em diante o IPCA acumulado em 12 meses não obteve valores menores de 4,49% a.a.

As exportações brasileiras foram muito impulsionadas pelo crescimento mundial. Os três principais grupos de produtos exportados de 2003 a 2005 eram os materiais de transporte e componentes, a soja e os produtos metalúrgicos. A partir de 2006 as exportações de petróleo e seus derivados ultrapassam as exportações de soja, mantendo assim até 2009 quando sentem os efeitos da crise de 2008.

A crise de 2008 começou como uma crise norte americana devido ao estouro da bolha imobiliária, também chamada de crise de *subprime*. O fim da bolha desencadeou um efeito dominó no sistema bancário que acarretou na quebra do banco americano Lehman Brothers em setembro 2008. Isso provocou uma série de instabilidade no sistema financeiro do mundo inteiro, afetando o mercado mundial.

No Brasil, quando questionado sobre os impactos da crise norte americana no País, o Presidente em exercício afirmou que o País sairia ileso e que sentiria apenas uma “marolinha”. Suas palavras foram: “Lá (nos EUA), ela é um tsunami; aqui, se ela chegar, vai chegar uma marolinha que não dá nem para esquiar” (GALHARDO, 2008). Porém os resultados foram um pouco mais severos do que o Presidente esperava.

Quando os impactos da crise chegaram ao Brasil a variação real do PIB trimestral que no terceiro trimestre de 2008 era de 7%, o maior desde a implementação do Plano Real, passou para 1% no quarto trimestre de 2008 e -2,4% no primeiro trimestre de 2009. Foi um impacto dramático, mas aparentemente temporário. No último trimestre de 2009 a variação real do PIB trimestral voltou a subir, aumentando em 5,3% se comparado com o mesmo trimestre do ano anterior, e alcançado o patamar de 9,2% no primeiro trimestre de 2010, ultrapassando o recorde estabelecido em 2008.

A crise norte americana provocou choques exógenos na economia nacional, ao afetar drasticamente as expectativas e as relações no mercado externo. Houve um aumento drástico de preferência pela liquidez dentro do sistema financeiro, diminuindo o acesso ao crédito interno e externo. Como era de se esperar, a taxa de câmbio foi a variável que mais flutuou na época, passando de uma média mensal de R\$1,59 por dólar em julho de 2008, para R\$2,38 por dólar em dezembro. No entanto, no ano de 2009 o dólar voltou a cair, mesmo que lentamente (DE PAULA, MODENESI e PIRES, 2015, p. 413).

Para evitar maiores impactos da crise na economia nacional, algumas medidas foram tomadas pelo governo. Primeiro foram implementadas medidas para aumentar a liquidez do mercado nacional, e evitando uma desvalorização abrupta da taxa de câmbio. No plano fiscal, foram feitas mudanças no sistema tributário, para aumentar a arrecadação, e um estímulo aos bancos públicos na concessão de crédito para compensar a falta de crédito dos bancos privados. Em abril de 2009 o ministro da fazenda anuncia a redução do Imposto sobre Produto Industrial para quatro bens da “linha branca”, que são os bens duráveis consumidos pelas famílias, que são a geladeira, o fogão, a máquina de lavar, e o tanquinho. Em 27 de maio de 2009, através da Lei 11.941, publicada no Diário Oficial da União de 28/05/2009, o governo alterou a Legislação Tributária Federal relativa ao parcelamento dos débitos tributários. Essas mudanças aumentaram o prazo de parcelamento em até 180 meses para o pagamento dos impostos, permitindo uma melhor organização da indústria permitindo o investimento, diminuindo a inadimplência e conseqüentemente aumentando a arrecadação fiscal da União.

Em 2010 ocorreram as eleições presidenciais no Brasil. O PT já havia conquistado a confiança de grande parte da população com uma economia estável, crescendo a níveis recordes, com os programas de redistribuição de renda e PAC. O crescimento foi de 9,2% no primeiro, 8,5% no segundo, 6,9% no terceiro e 5,7 no quarto trimestre.

A ajuda que os governos norte-americano, europeus e japoneses fizeram aos seus sistemas bancários gerou um aumento da dívida pública desses países. Esse aumento afetou principalmente os Países da Europa, dentre eles a Grécia que só em 2010 revelou seu forte endividamento. A União Europeia sofreu grandes variações de expectativas com o possível não pagamento da dívida pública grega gerando questionamentos sobre a sustentabilidade do acordo europeu. Para garantir a solidez do bloco econômico a União Europeia concedeu um empréstimo de 110 bilhões de euros à Grécia, em maio de 2010. Como outros países também passavam pelo mesmo problema, em novembro foi feito um aporte de 100 bilhões de euros à Irlanda, que sofrera severos impactos da crise norte americana em seu sistema financeiro. Em maio de 2011, Portugal recebeu 78 bilhões de euros, em 2012, a Espanha recebeu 130 bilhões, e em 2013 Chipre recebeu 10 bilhões. Nos Estados Unidos (EUA), o banco central americano (FED) aumentou a quantidade de moeda no mercado para evitar a estagnação da economia após a crise de *subprime*. Essa medida de aumentar a quantidade de dólar no mercado, foi chamada de “*Quantitative Easing*”, uma “flexibilização quantitativa”. Em agosto de 2010, o FED avaliou a necessidade de uma segunda etapa de “flexibilização quantitativa” (Quantitative Easing, QE2) que foi posta em prática em novembro (O GLOBO, 2014).

Essas instabilidades financeiras no cenário internacional fez com que os *policymakers* colocassem em prática políticas econômicas mais restritivas para diminuir a volatilidade de seus sistemas. Essas medidas foram chamadas de medidas “macroprudenciais”. No Brasil elas consistiam em: um aumento das reservas compulsórias exigidas pelo BCB; a exigência de uma quantia mínima maior de capital para o acesso ao crédito pessoal com prazo acima de 24 meses, assim como um aumento no Imposto sobre Operação Financeira (IOF) de 1,5% para 3%; E um aumento do IOF para empréstimos estrangeiros com prazo maior que um ano. Vale lembrar, que as expectativas estavam muito alteradas após a crise de *subprime*, a sua contaminação no sistema financeiro europeu e o aumento da incerteza quanto ao pagamento da dívida pública grega. (DE PAULA, MODENESI e PIRES, 2015)

Em março de 2010 a taxa básica brasileira estava sendo mantida no patamar de 8,75% a.a. por aproximadamente nove meses, quando o COPOM decide novamente aumentar a Selic. A decisão levava em conta a volta do crescimento, o contínuo aumento da demanda interna e foi tomada para evitar descompassos entre oferta e demanda assim como pressões inflacionárias externas. A taxa básica de juros continuou subindo progressivamente ao longo de 2010 alcançando ao final do ano o nível de 10,75% a.a. No entanto, mesmo com as medidas tomadas pelo conselho, a expectativa de inflação para o ano de 2011 ficou acima do centro da meta ao longo de todo ano de 2010, exigindo que o BCB tomasse medidas de curto prazo para evitar um descontrole da inflação.

Com a vitória do PT nas eleições de 2010, Dilma Rousseff assume o cargo de Presidente do Brasil em janeiro de 2011, anunciando a continuidade de Guido Mantega no Ministério da Fazenda e Alexandre Tombini como o novo Presidente do BCB. Tombini é um economista brasileiro, servidor concursado do BCB, com experiência também no FMI, onde trabalhou como assessor sênior da Diretoria Executiva que representava o Brasil. Henrique Meirelles, presidente do BCB durante o mandato de Lula, já havia comunicado que não ficaria mais no cargo depois de ocupá-lo por 8 anos seguidos, por isso a mudança já era esperada.

Na sessão a seguir será exibido o cenário brasileiro em 2011, avaliando o que levou o Copom a mudar a tendência de aumento da Selic, para concluir na sessão seguinte se essa decisão mostra continuidade na política monetária e se essa decisão corrobora com o regime de metas de inflação brasileiro.

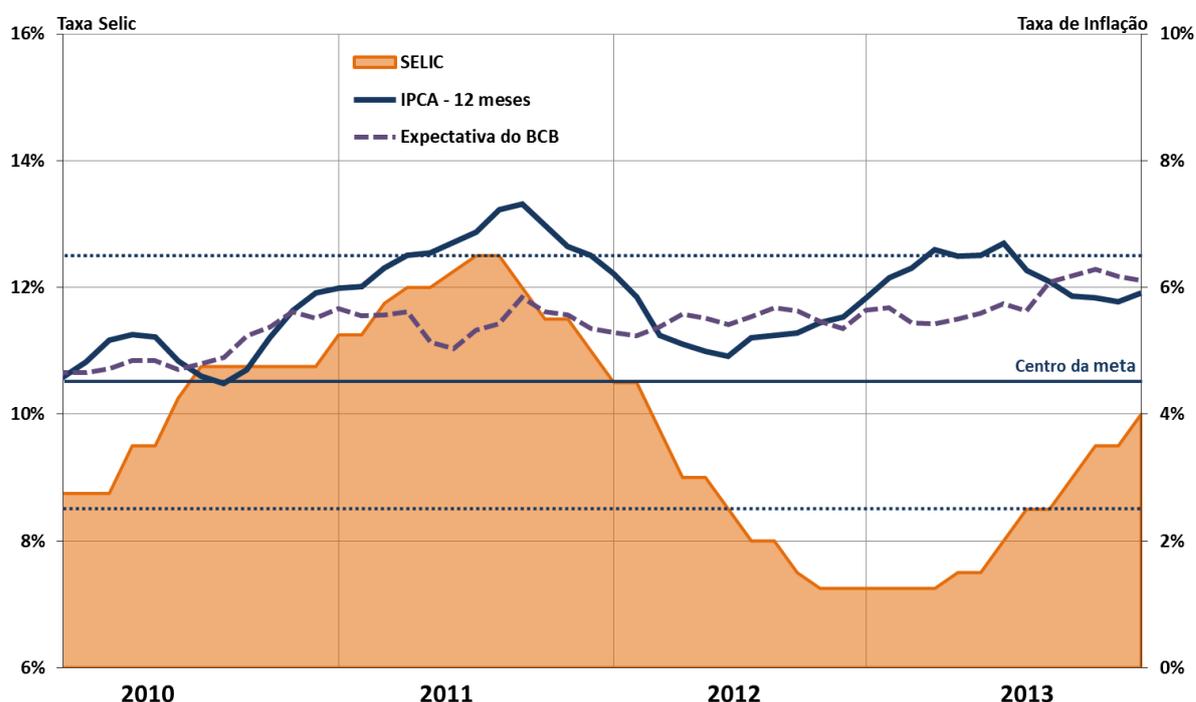
### III.3 – O cenário brasileiro em 2011 e a decisão de 31 de agosto de 2011

O ano de 2011 começa com a mudança presidencial do Brasil, assumida por Dilma Rousseff, e do Banco Central, assumida por Alexandre Tombini. Logo antes de assumir, enquanto passava pela aprovação do Senado, Tombini reafirmou o seu compromisso com o regime de metas de inflação, cuja meta era 4,5% a.a., e para isso ressaltou a importância do câmbio flutuante e de uma política fiscal consistente no tripé macroeconômico (MARTELLO, 2010).

Como visto acima, a expectativa de inflação calculadas em 2010 para todo o ano de 2011 mostrava uma inflação acima da meta de 4,5% a.a. e isso exigia que o COPOM utilizasse o seu principal instrumento, a taxa Selic, para que a inflação efetiva convergisse para o centro da meta.

O gráfico a seguir mostra a variação do IPCA acumulado em 12 meses, da expectativa média do BCB para o IPCA acumulado para os próximos 12 meses e da taxa Selic, de janeiro de 2010 a dezembro de 2012.

**Gráfico 5 - Taxa Selic, Expectativa de Inflação em 12 meses e Inflação Efetiva**



**Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE**

Observando o gráfico percebe-se que desde 2006 a meta foi mantida em 4,5% a.a. para a inflação com um intervalo de tolerância de 2,5 p.p. a mais, ou a menos. Também é possível notar que a expectativa média do BCB para o IPCA acumulado em 12 meses manteve-se

acima do centro da meta durante todo o período. Em agosto de 2010 o IPCA acumulado em 12 meses chegou a atingir a meta central de 4,5%, mas voltou a subir nos meses seguintes permanecendo acima da meta dali em diante. Vale ressaltar a discrepância entre a expectativa média de inflação do BCB e a taxa de inflação verificada no período de março de 2011 a junho de 2011, a expectativa de queda de inflação para este período que não se concretizou.

O IPCA acumulado em 12 meses e a taxa Selic no período de dezembro de 2010 a janeiro de 2012 também tiveram peculiaridades na sua evolução. O movimento de ambas foi similar: alta gradativa, na qual a Selic aumentou quase 2 p.p., de janeiro a julho de 2011, e a inflação em torno de 1,3 p.p., de janeiro a setembro do mesmo ano. A correlação da Selic com a taxa de inflação deve, em teoria, ser direta, mas o que se espera é que um aumento da taxa de juros reprima a demanda, portanto, diminua a inflação. No entanto, observou-se uma elevação da inflação junto com a da taxa básica de juros, o que pode levar a um questionamento sobre a eficiência na transmissão da política monetária via taxa básica de juros e sobre as causas da inflação.

Após a posse de Tombini na presidência do BCB, as primeiras decisões do COPOM foram, de manter a tendência de elevação da Selic, mostrando uma aparente continuidade na condução da política monetária mais conservadora. No início de 2011 a taxa básica de juros foi elevada gradativamente até chegar em 12,5% a.a. na decisão de julho. As justificativas eram as mesmas: o COPOM estava reagindo para evitar que as incertezas e os choques de oferta afetassem a inflação. A principal preocupação era com o nível da demanda interna que aumentava com a expansão da produção e emprego, com o aumento da renda do trabalho, e com o aumento do acesso ao crédito (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011a).

Observando a evolução do PIB é possível notar a desaceleração do crescimento. Enquanto os dados da CNT do IBGE registravam um crescimento do PIB<sup>15</sup> (se comparado com o ano anterior) de 9,2% no primeiro trimestre de 2010, o crescimento foi gradativamente diminuindo, registrando um aumento do PIB de 5,1% no primeiro trimestre de 2011 e de 4,6% no segundo.

Avaliando o PIB pelo lado da demanda, observou-se no início de 2011 um aumento de 0,3 p.p. nos gastos do governo, passando de um aumento de 0,9% no primeiro trimestre e de 1,2 no segundo<sup>16</sup>. Porém, a relação do consumo da administração pública sobre PIB que

---

<sup>15</sup> Ver APÊNDICE A

<sup>16</sup> Esses valores são os que constam no Relatório de Inflação de setembro de 2011, eles são diferentes dos observados na série encadeada do IBGE.

chegou ao nível de 21,04% no último trimestre de 2010, foi reduzida para 17,50% e 18,30% nos dois primeiros trimestres de 2011.

O do comércio exterior passou por uma grande variação nas exportações e importações. A variação trimestre ante trimestre imediatamente anterior mostra que a exportação diminuiu 3,1% no primeiro trimestre de 2011, mas voltou a crescer 2,3% no segundo trimestre. A variação acumulada no ano que no segundo trimestre de 2010 foi de 10,6%, registrou no segundo trimestre de 2011 um crescimento 5,2% comparado ao ano anterior, mostrando uma queda nas exportações. Já as importações tiveram uma variação gradativamente menor ao final de 2010, chegando a decrescer 1,4% no primeiro trimestre de 2011 se comparado com o trimestre anterior, mas voltou a crescer no segundo trimestre de 2011 aumentando 6,1% no segundo semestre de 2011. O resultado das exportações menos importações permaneceu negativo tanto ao longo de 2010 quanto de 2011, representando uma diminuição de 0,5% até 1,3% do PIB de abril de 2010 a junho de 2011 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011a).

A variação do investimento, representada pela variação na FBCF decresceu ao final de 2010, mas voltou a crescer em 2011, aumentando 0,9% no primeiro trimestre de 2011 comparando com o anterior, e 1,7% no segundo trimestre<sup>17</sup>. De modo geral, FBCF representou pelo menos 20% do PIB de 2010 e 2011. A FBCF, como foi explicada no capítulo anterior, é um importante sinalizador de expectativa por se tratar de uma ferramenta para determinar o nível de investimento do setor produtivo nacional (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011b).

Observando pelo lado da oferta, as vendas no comércio varejista aumentaram 1,7% no trimestre encerrado em julho em comparação com o trimestre anterior e o trimestre encerrado em março também registrou um aumento de 1,7%. Analisando os dados atualizados da PMC percebe-se que a variação acumulada no ano em comparação com o ano anterior em julho de 2010 foi 11,4% e em julho de 2011 foi 7,3% deixando clara a manutenção da variação no volume de vendas. A variação nas vendas do comércio varejista ampliado que inclui venda de veículos e peças, assim como materiais de construção registrou a mesma tendência na variação acumulada no ano, passando de 11,9% em julho de 2010 para 8,9% em julho de 2011. A queda nas vendas também estava relacionada, segundo o BCB, à queda nas vendas dos segmentos mais relacionados a crédito acompanhado por um aumento na inadimplência. O número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos em relação ao total de cheques

---

<sup>17</sup> Ver APÊNDICE B

compensados registrou um aumento de 0,5 p.p. passando de 5,3% em agosto de 2010 para 5,8% em agosto de 2011 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011b).

A agropecuária teve o período marcado por flutuações, no final de 2010 encolheu de trimestre a trimestre, registrando uma diminuição de 2,6% no terceiro trimestre comparado com o trimestre anterior e de 0,7% no quarto. No primeiro trimestre de 2011 a agropecuária voltou a crescer aumentando em 3%, mas encolheu novamente no segundo trimestre de 2011 em torno de 0,1% comparado com o trimestre anterior. Mesmo assim, o crescimento do setor chegou a ser 1,4% no primeiro semestre comparado com o ano anterior. Os dados atualizados do CNT calculados pelo IBGE mostram que a agropecuária representou nesse período em torno de 4% do valor do PIB.

A indústria brasileira teve, segundo os dados da PIM-PF calculados pelo IBGE, uma desaceleração no crescimento e até um decréscimo. A produção industrial cresceu 2,0% no trimestre encerrado em abril de 2011 ante o trimestre imediatamente anterior, e decresceu 0,8% no trimestre encerrado em julho. Essa diminuição na taxa de variação foi causada principalmente pela queda na variação da produção da indústria de transformação, que no trimestre encerrado em julho encolheu 0,6%. Analisando a produção industrial de outra maneira a partir dos dados atualizados da PIM-PF do IBGE, percebe-se uma queda contínua na variação da produção de bens de capital. No trimestre encerrado em abril o crescimento era de 4,0% comparado com o trimestre imediatamente anterior e no trimestre encerrado em junho houve um decréscimo de 0,4%, apesar do trimestre encerrado em julho registrar uma variação nula. Observando os dados atualizados nota-se o mesmo comportamento, com um crescimento da produção de bens de capital acumulado no ano de 2010 até julho comparado com o mesmo período do ano anterior de 28% e em julho de 2011 apenas de 6,6%. A produção de bens intermediários seguiu a mesma trajetória, passando de um crescimento trimestral comparado com o trimestre anterior de 0,8% em abril de 2011 para uma diminuição de 0,1% em julho de 2011, segundo os dados da época. O mesmo ocorreu com a produção de bens de consumo, com um crescimento no trimestre encerrado em abril de 1,6% se comparado com o trimestre anterior enquanto no trimestre encerrado em julho o decréscimo foi de 0,9%. A queda na produção de bens de capital mostrava indícios de que o crescimento do país podia estar comprometido em períodos futuros. Com a pequena produção interna, o único meio de continuar investindo seria com a importação desse tipo de bem, podendo afetar a balança de pagamentos do país.

Após 2004, a Nuci aumentou gradativamente chegando ao patamar de 85,4% pela FGV e 84,1% pelo CNI em 2008<sup>18</sup>. Após a crise, o índice foi diminuindo ao poucos até 2011, o BCB justificou esta diminuição pela redução da produção de bens de consumo não duráveis da indústria. A Nuci em 2011 estava em um patamar mais elevado do que o visto em 2004. Enquanto em julho de 2004 a Nuci calculada pela FGV e a calculada pelo CNI estavam respectivamente em 81,2% e 82,6%, elas foram para 83% e 83,2% em julho de 2011. Porém, o patamar mais elevado do índice em 2011 do que em 2004 não consta no Relatório de Inflação como uma preocupação. No entanto consta nas atas do COPOM a observação sobre o recuou no mês de agosto em relação ao mês de julho de 2011.

O setor de serviços é medido pela confiança do empresário do setor e também registrou uma queda se comparado com o ano anterior. O índice passou de 134,8 pontos em agosto de 2010 para 130,8 pontos em agosto de 2011, sendo que em julho de 2011 esteve em 132,6 pontos.

Apesar de ser notável a queda na produtividade ou confiança nos três setores produtivos do Brasil, o desemprego diminuía. A taxa de desemprego calculada pela PME do IBGE em julho de 2011 foi de 6,0% e em julho de 2010 foi de 6,9%. Parte dessa diminuição se explica pelo aumento no número de vagas no setor de serviços, com a criação de 647,5 mil vagas. O setor industrial também criou novos postos de trabalho, a quantidade no mês de julho foi aproximadamente 18% menor que em julho de 2010. Por isso o rendimento médio real do trabalho aumentou 4% no segundo trimestre de julho em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, impulsionado principalmente pelo setor de serviços segundo o BCB.

O aumento da renda acompanhado da queda na taxa de desemprego se traduziu em um aumento do consumo das famílias. Esse fator da demanda registrou crescimento ao longo de 2010 e 2011, apesar de ter desacelerado entre o quarto trimestre de 2010 e o primeiro de 2011 se comparado com o trimestre anterior. No entanto, segundo os dados atualizados da CNT, a taxa trimestral ante o trimestre do ano anterior registrou no segundo trimestre de 2010 5,4% e 6,5% no mesmo trimestre de 2011. A taxa de variação acumulada no ano do segundo trimestre de 2010 foi de 6,4% e no segundo trimestre de 2011 foi de 6,5%. A participação do consumo das famílias no PIB foi de 60,22% no segundo trimestre de 2010 e de 59,69% no ano seguinte. Isso significa que apesar do consumo das famílias crescer sua participação na demanda diminuiu, já que a houve aumento da participação do consumo de governo e da variação de estoques.

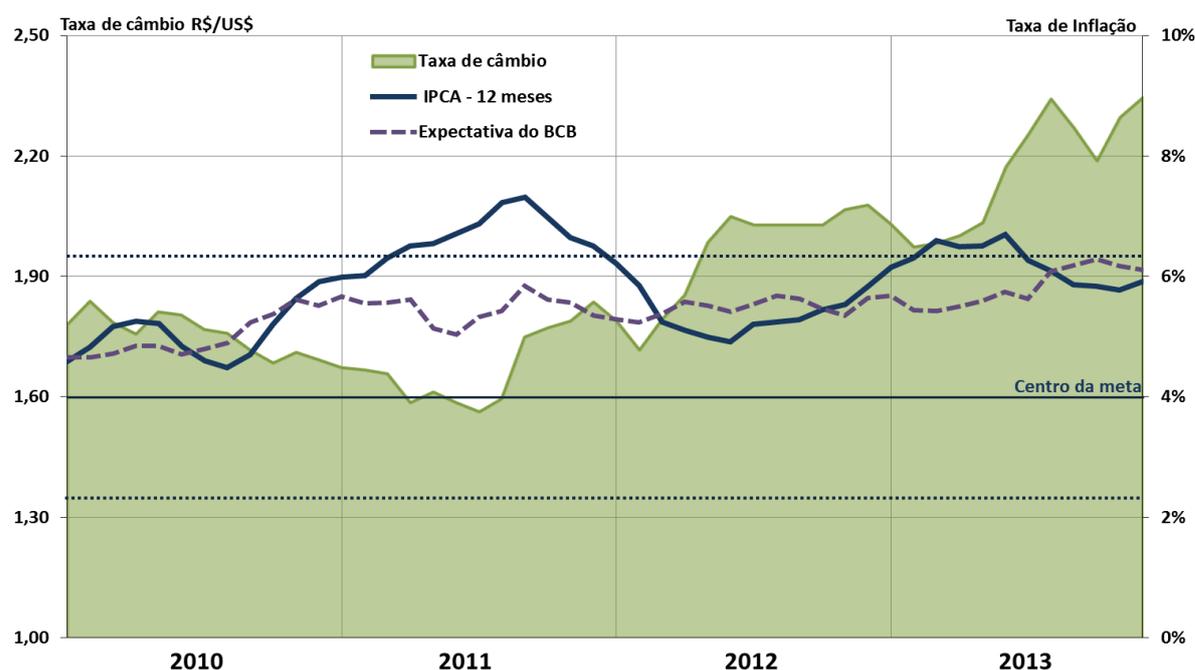
---

<sup>18</sup> Ver APÊNDICE C e APÊNDICE D

As mudanças dos componentes do PIB, tanto pela ótica da demanda quanto pela ótica da oferta, mostram que o ritmo de crescimento do Brasil estava mudando ao final de 2010 e início de 2011. O PIB desacelerou como reflexo das medidas tomadas pelo governo, com as medidas macroprudenciais, e com as incertezas do mercado externo. Como dito antes, as medidas macroprudenciais anunciadas em dezembro de 2010 pelo BCB foram adotadas para melhorar a regulação do sistema bancário brasileiro e garantir sua sustentabilidade, após a retirada dos incentivos adotados para combater os efeitos da crise de 2008. A exigência de aumento do compulsório dos bancos, e o aumento do capital próprio que os bancos deveriam ter para realizar empréstimos de longo prazo a pessoa física permitiram o BCB influenciar a quantidade de moeda em circulação, tornando-se outro instrumento de combate à inflação, além da taxa Selic e do câmbio.

A taxa de câmbio, variável mais volátil, havia ultrapassado R\$ 2,00 já no final de 2008, recuou em 2009. Como pode ser visto no gráfico a seguir a taxa câmbio voltou a subir em 2010 chegando a uma média mensal de R\$1,84 em maio de 2010. Ao final de 2010 a taxa de câmbio média diminuiu gradativamente passando a flutuar entre R\$1,70 e R\$1,56, a mais baixa média foi registrada no mês de julho de 2011. É interessante notar que o IPCA acumulado em 12 meses seguiu um movimento inverso à taxa de câmbio de agosto de 2010 a julho de 2011, sendo que em agosto de 2010 o índice estava em 4,49% a.a., mais de 0,4 p.p. abaixo do previsto para o mês, e em julho de 2011 chegou a 6,87%, mais de 1,5 p.p. acima da expectativa do BCB.

**Gráfico 6 - Taxa de Câmbio, Expectativa de Inflação em 12 meses e Inflação Efetiva**



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

Os eventos internacionais do final de 2010, citados anteriormente, podem explicar o movimento do câmbio. Lembrando que nesse ano foi feito um aporte à Grécia e a especulação quanto a sua saída da União Europeia cessou. Outro fator importante é o aumento da liquidez de dólar no mercado internacional, com a segunda etapa de “flexibilização quantitativa” (Quantitative Easing, QE2).

O Ministro da Fazenda do Brasil afirmou na época que havia uma “guerra cambial”, provocado pela manutenção de taxas de câmbio baixas, abaixo do valor que seria se ela flutuasse livremente, por diversos países que queriam aumentar suas exportações, o que prejudicou as exportações brasileiras, aumentou as importações e aumentou a quantidade de dólares no País. Segundo o FMI, o Brasil manteve a taxa básica de juros bastante elevada nesse período, sendo a sétima mais elevada no mundo em 2010 (SPITZ, 2010). Com juros altos, os ativos financeiros brasileiros atraíram mais dólares para o país. Esses fatores beneficiaram a balança comercial brasileira e mantiveram o câmbio apreciado.

No entanto, a baixa taxa de câmbio com alta inflação contradiz a *lei de Barbosa*, segundo a qual a inflação brasileira esteve dentro da meta enquanto o câmbio esteve valorizado (BARBOSA-FILHO, 2008). Se o Brasil sofria um choque de oferta que provocava a alta inflacionária a queda na taxa de câmbio deveria ter colaborado para atender a demanda interna, assim como a elevação contínua da Selic, no mesmo período, deveria ter reprimido a demanda interna.

Segundo o COPOM o preço dos bens não comercializáveis eram os que mais pressionaram a inflação. Dentre eles, o preço dos produtos *in natura* que havia crescido 3,75% no trimestre terminado em maio, cresceu 2,33% no trimestre encerrado em agosto, acompanhando pelo preço dos serviços que registrou um aumento de 1,99% no trimestre encerrado em maio e de 1,53% no trimestre encerrado em agosto. Como houve um acréscimo menor nos preços desses componentes no último trimestre isto indicava um melhor cenário para inflação. O outro fator que poderia criar instabilidade nos preços era o preço das *commodities*, que desde abril parecia estável, deixando o BCB otimista (BANCO CENTRAL BRASILEIRO, 2011: p.4).

Com a taxa de câmbio em R\$1,60 e uma redução nos níveis de crescimento da inflação, o BCB manteve sua expectativa de inflação para 2011 em 6,31%. Isto porque algumas previsões feitas em períodos anteriores esperavam reajustes nos preços de alguns

itens da cesta que não se confirmaram, o que compensou os aumentos inesperados para o período. No entanto a inflação permanecia acima do centro da meta.

O COPOM sabia dos impactos das incertezas externas na inflação interna, mas preferiu evitar que a deterioração das expectativas do mercado externo e suas políticas macroprudenciais afetasse negativamente a economia brasileira. Por isso, decidiu reduzir a taxa Selic de 12,50% a.a. para 12,00% a.a., depois de vários meses de aumento gradativo. Vale lembrar que os altos níveis de juros comparados com os do resto do mundo, deterioraram a percepção de estabilidade econômica do país no mercado externo. (BANCO CENTRAL BRASILEIRO, 2011: p.3-6)

Vale ressaltar que o Comitê acreditava que o regime de metas de inflação já havia ganhado credibilidade, experiência e maior força no controle da inflação. A tendência de abertura do hiato do produto, o comportamento controlado da inflação nos últimos anos, a estabilização do preço das commodities nos últimos meses, e o compromisso do governo com a meta de superávit primário de 3,11% do PIB levavam o BCB a acreditar que a mudança na meta teria um efeito anticíclico, promovendo o crescimento sem aumentar a inflação. Além disso, deixou clara sua opinião de que concessões de subsídio por meio de crédito deveriam diminuir, acompanhando as medidas macro prudenciais implementadas. A seguir serão expostos os resultados e as críticas dessa decisão.

#### ***III.4 – Efeitos e críticas da decisão agosto de 2011***

A decisão do COPOM de agosto de 2011 marcou o início da queda na Selic, que caiu em um ano 4,5 p.p., chegando ao patamar de 7,25% a.a.. A taxa de câmbio, que até agosto de 2011 estava com uma média mensal muito próxima de R\$1,60, passou para uma média mensal de R\$2,03 no ano seguinte.

Após agosto, o IPCA acumulado em 12 meses diminuiu, fechando o ano de 2011 em 6,5% a.a., valor estipulado como limite de tolerância para a meta. Enquanto a Selic era reduzida o IPCA acompanhou a mesma trajetória até junho de 2012, quando a Selic alcançou o patamar de 8,5% a.a. e o IPCA de 4,92% a.a..

Porém, os resultados da variação do PIB após a diminuição da taxa básica de juros não foram nada estimulantes. O crescimento desacelerou muito em 2011 e 2012. Em 2010 o PIB anual havia crescido 7,53%, mas em 2011 cresceu 3,91%, e em 2012 1,92%, mostrando uma clara desaceleração.

A adaptação da economia a uma nova política econômica brasileira é a única explicação para a decisão do COPOM de diminuir a Selic mesmo com um ambiente de incertezas e com uma previsão de ligeira alta para a inflação, na época. Foi uma articulação do BCB com o Ministério da Fazenda, que só foi confirmada no dia 17 de dezembro de 2012 em uma entrevista realizada com o economista Márcio Holland, que na época ocupava o cargo de secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, publicada pelo jornal Valor Econômico. O secretário afirmou em sua entrevista o objetivo do governo de implementar o que ele chamou de “Nova Matriz Macroeconômica”. A NMM tinha como objetivo estabelecer na economia brasileira uma política de “juro baixo, taxa de câmbio competitiva e uma consolidação fiscal ‘amigável ao investimento’” (ROMERO, 2012). A intenção do Ministério da Fazenda seria de diminuir a Selic para patamares mais próximos da economia mundial, já que o Brasil registrou durante anos uma das taxas de juros mais altas do mundo. Além disso, a intenção de desvalorizar a taxa de câmbio tinha como objetivo tornar os produtos produzidos no mercado interno mais competitivos e facilitar a exportação. A mudança na política fiscal consistia em uma diminuição da relação entre dívida pública e PIB, com um aumento no prazo médio da dívida pública, e com desonerações para incentivar o investimento e a produção.

É importante ressaltar que, em sua entrevista, o economista deixa claro que essa NMM exigia uma mudança na relação dos agentes com o investimento, e que seria necessário um tempo de adaptação a essas mudanças na política econômica do país. A NMM não substituiu o tripé macroeconômico e o regime de metas de inflação, apenas introduziu uma conduta anticíclica do governo junto à economia. Também deixou explícito que o governo já estava implementando as mudanças que a NMM visava alcançar.

É de fato observável o aumento no tempo médio da dívida pública e a mudança na sua estrutura, ressaltado nos artigos de Gentil e De Araújo (2014), Modenesi (2014), e Parnes e Goldfajn (2009). Esse aumento é importante para mostrar a mudança no comportamento do investidor que passou a procurar por títulos de prazo maior, mostrando mais confiança na estabilidade econômica do país. Esse aumento também permitiu uma maior flexibilidade do governo para investir o dinheiro arrecadado.

A instabilidade externa e a desaceleração do crescimento mundial, motivou o governo a progredir na implementação de incentivos anticíclicos à produção interna, seguindo a mesma tendência externa. Assim nasceu o “Plano Brasil Maior” (PBM), um plano de política industrial inspirado na Política de Desenvolvimento Produtivo implementada de 2008 à 2010

e na Política Industrial, Tecnológica e de Comercio Exterior de 2003 à 2007. O objetivo do PBM era fortalecer a capacidade competitiva do país, incentivando o crescimento sustentável da indústria, a inovação, o desenvolvimento tecnológico e a expansão do investimento agregado.

Para implementar o PBM a presidente Dilma Rousseff colocou em vigor a medida provisória (MP) n° 540, em 2 de agosto de 2011. Essa MP que em 14 de dezembro de 2011 se tornou a Lei n° 12.546, previa a desoneração da folha de pagamentos e das exportações para 15 setores (ampliados posteriormente para 56), redução do imposto sobre produto industrial (IPI) sobre bens de capital, material de construção, entre outros, diminuição do Imposto de Circulação de Mercadoria e Serviço (ICMS) para maquinas e equipamentos (implementado em julho de 2012). Também foram concedidas desonerações e isenções para os produtos exportados, assim como aumentado o imposto sobre importação. O principal objetivo dessas medidas era de aumentar o investimento agregado, o crescimento sustentado do setor produtivo, o aumento das exportações e da competitividade brasileira, e paralelamente aumentar o emprego formal (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2014).

Os economistas Serrano e Summa (2014) criticam o uso de isenção fiscal como iniciativa ao investimento, dizem que: “O governo aparenta querer estimular o investimento privado [...] primordialmente através da redução de custos e/ou aumentos nas margens de lucros das empresas. No entanto, não há nenhuma evidência empírica de que as empresas vão empregar mais mão-de-obra sem um crescimento rápido da demanda, mesmo com maiores margens de lucro” (SERRANO e SUMMA, 2014, p. 2199). Ou seja, acreditam que as desonerações não incentivam o investimento, apenas aumento as margens de lucro das empresas que só optariam por investir em aumento de capacidade produtiva, via máquinas ou mão de obra, caso houvesse expectativa de aumento de demanda. Os economistas De Paula, Modenesi e Pires (2015) corroboram com essa visão quando colocam “Muitas reduções de taxa foram designadas a reduzir os custos das corporações: desoneração da folha para reduzir o custo da mão de obra, embora em muitos casos, esse ganho tenha sido absorvido nas margens de lucro das empresas” (DE PAULA, MODENESI e PIRES, 2015, p. 430). De fato, não há nenhuma evidência empírica de que as isenções e desonerações causaram um aumento do investimento, visto que desde o primeiro trimestre de 2011 só se observou uma diminuição no crescimento da FBCF.

Realmente, a variação da FBCF trimestre ante trimestre do ano anterior, calculada pelo CNT do IBGE, registrou um pequeno aumento no primeiro trimestre de 2011, com um crescimento de 8,23%, no trimestre seguinte registrou um crescimento um pouco menor de 7,99%, mas após a decisão essa variável passou a registrar nos trimestres seguintes os valores de 5,76%, 5,47%, 3,15% 1,12% chegando a -1,49% no terceiro trimestre de 2012. Essa queda na FBCF corrobora com a hipótese de que a diminuição da NUCI não ocorreu pelo aumento da capacidade produtiva do país, mas sim por um aumento da capacidade ociosa, com mais máquinas e equipamentos parados. Com o aumento da capacidade ociosa, dificilmente o empresário brasileiro procuraria investir, diminuindo o crescimento de um dos fatores do PIB, ou seja, diminuindo o crescimento do PIB.

O BNDES foi um dos principais meios pelo qual o governo fomentou o aumento do investimento agregado. “Entre janeiro de 2011 e julho de 2014, o BNDES desembolsou pouco mais de R\$ 465 bilhões para os setores de agropecuária, indústria, comércio e serviços” (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2014). Analisando os dados divulgados pelo site do BNDES<sup>19</sup>, os desembolsos mensais do banco, de 2011 a 2014, ultrapassam R\$673 bilhões. De 2011 a 2013, os desembolsos foram crescentes, sendo em torno de R\$139 bilhões em 2011, R\$156 bilhões em 2012, e R\$190 bilhões em 2013. Em 2014 houve uma diminuição de 1,36% do total de desembolsos comparado a 2013, sendo o total de desembolso em 2014 de aproximadamente R\$188 bilhões (BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ).

O objetivo do governo era fomentar o investimento e as exportações, além de aumentar a competitividade da produção interna frente às importações, evitar a importação de bens e serviços que possuem similares no mercado interno. Também colocava como objetivo o incentivo ao microempreendedor individual, micro e pequenas empresas. Porém, analisando os dados fornecidos pelo BNDES não há evidências de que os desembolsos foram feitos de maneira articulada para o cumprimento de tal objetivo. Os totais de desembolso anual do BNDES em apoio à exportação<sup>20</sup> foram de 2011 a 2014: R\$6,7 bilhões, R\$5,6 bilhões, R\$7,1 bilhões e R\$4,4 bilhões, para todos os setores. Esses valores representaram menos 5% dos totais de desembolsos realizados pelo BNDES.

A Lei complementar 123 de novembro de 2011 permitiu aos Microempreendedor individuais, micro e pequena empresa sintetizar os diversos impostos em apenas um boleto,

---

<sup>19</sup> Ver ANEXO A

<sup>20</sup> Ver ANEXO B

chamado de “Simples Nacional” ou “Supersimples” (que posteriormente, com a Lei complementar nº139, expandiu os limites de arrecadação que qualificam essas empresas aumentando o número de empresas que utilizam o Supersimples). Além disso, houve uma expansão do acesso ao crédito para esses micros e pequenos empreendedores tanto para capital de giro quanto para investimento, e uma preferência local nas compras do setor público (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2014).

O BNDES também foi responsável por desembolsos às micro, pequenas e médias empresas. Esses desembolsos representaram, em média, durante os 4 anos 33%<sup>21</sup> do total de desembolsos. Os outros 66% do valor desembolsado pelo BNDES foi destinado a médias-grandes e grandes empresas. Se o objetivo era tornar o mercado interno mais competitivo e pulverizado, a maior parte dos desembolsos não podia ser destinada as grandes empresas. Essas incoerências no sistema de desembolsos do BNDES tornaram a difusão da política industrial do Plano Brasil Maior desassociados de seu objetivo.

Analisando os tipos de desembolsos do BNDES, os principais financiamentos foram do projeto BNDES FINEM e BNDES FINAME. “O BNDES FINEM é o produto do BNDES voltado ao financiamento de empreendimentos de valor igual a R\$ 20 milhões” (BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ). O BNDES FINAME era um “financiamento, por intermédio de instituições financeiras credenciadas, para produção e aquisição de máquinas, equipamentos e bens de informática e automação que sejam novos, de fabricação nacional e credenciados pelo BNDES” (BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ). Esse segundo tipo de financiamento parece ter mais relação com os objetivos estipulado pelo governo, porém exige que haja uma instituição financeira para intermediar a negociação, e exige que o comprador use o financiamento para a compra de um produto já cadastrado junto ao BNDES. O problema desse tipo de financiamento é que o objetivo de tornar as máquinas e os equipamentos produzidos internamente competitivos com os produzidos externamente pode não ser alcançado, já que esse tipo de financiamento pode não gerar inovação ou progresso tecnológico.

Com a redução da Selic o consumo de crédito através dos bancos privados cresceu 1,9 p.p., de 26,1% do PIB em janeiro de 2011 para 28,0% do PIB em dezembro de 2012, enquanto o uso de crédito via bancos públicos quase duplicou nesse mesmo período, aumentando de 18,9% para 35,5% (DE PAULA, MODENESI e PIRES, 2015). Além disso, o endividamento das famílias já havia aumentado muito com o incentivo a tomada de crédito

---

<sup>21</sup> Ver ANEXO A

feita pelo governo em 2009 como medida anticíclica à crise de 2008, passando de 32,5% em janeiro de 2009 para 43,8% em agosto de 2012. A inadimplência de pessoa física, que segundo o BCB passou de 5% em setembro de 2011 para 5,6% em fevereiro de 2012, e a de pessoa seguiu a mesma trajetória de alta. Esse cenário de aumento do endividamento e da inadimplência tornou os bancos privados mais avessos à concessão de crédito, e com uma maior preferência pela liquidez, ainda mais com o aumento da expectativa de recrudescimento da crise na zona do euro. Todos esses fatores, junto com o aumento da capacidade ociosa e da expectativa de crise na zona do euro, corroboraram para a ineficácia de difusão de política monetária via crédito (DE PAULA, MODENESI e PIRES, 2015).

Outras medidas do PBM previam o aumento da qualificação da mão de obra nacional e da inovação, a diminuição do impacto ambiental da produção nacional, e do acesso ao crédito junto ao Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES) para tais setores. (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2014).

A desvalorização da taxa de câmbio, outra medida da NMM, pretendia tornar os produtos brasileiros mais competitivos. De Paula, Modenesi e Pires (2015) ressaltam que “para reverter a deterioração da competitividade dos produtos industrializados nacionais, tanto no mercado interno quanto externo, o BCB desvalorizou o real [...] de R\$1,71 em Janeiro de 2012 para R\$2,02 em Maio de 2012. [...] Era de se esperar que a desvalorização da taxa de câmbio impulsionasse a exportação que combinado com um corte na taxa Selic aumentaria o crescimento da economia. No entanto, o crescimento econômico não aumentou porque as importações estagnaram enquanto as exportações diminuíram ligeiramente” (DE PAULA, MODENESI e PIRES, 2015, p. 418 e 426). Além disso, eles também argumentam que a queda nas exportações ocorreu pela queda no preço de *commodities*, especialmente de minério de ferro, e pela desaceleração dos principais compradores das exportações brasileiras: China, Estados Unidos e Argentina.

A análise dos resultados permite uma série de observações, por exemplo, os economistas Serrano e Summa (2014) argumentam o período em que o mercado nacional mais cresceu, foi de 2004 a 2008, período em que a taxa de câmbio permaneceu sobre valorizada, o que não explica a necessidade de desvalorizar a moeda para aumento de competitividade. Além disso, reforçam que o diagnóstico do BCB sobre as causas da inflação foi equivocado, já que para eles, grande parte da pressão inflacionária era pelo nível de preços internacionais das *commodities*. Por isso a desvalorização cambial apenas serviria para o

aumento das margens dos exportadores, que sofreram com a queda dos preços de *commodities* e com a desaceleração do crescimento econômico mundial.

De fato, a partir de setembro de 2011 o Índice de Commodities Brasil (IC-Br)<sup>22</sup> calculado pelo BCB caiu e só voltou a subir em julho de 2012, com o aumento do preço de *commodities* da agropecuária brasileira. Esse índice representa a evolução da variação mensal de preço geral em reais das commodities. Essa variação no IC-Br coincide com a queda no IPCA observada anteriormente, que também volta a subir a partir de julho de 2012. Por isso a hipótese de que o preço das *commodities* vinha pressionando o IPCA não pode ser descartada.

Somando as constatações anteriores, volta-se a questionar a eficácia do governo em determinar as causas das elevações do IPCA e as ferramentas corretas para controle da inflação. O uso da Selic como único instrumento para controle da inflação se mostrou insuficiente e as medidas não monetárias que o governo utilizou para controlar a inflação, com a NMM, se mostraram descoordenadas e sem sincronia com a evolução da economia nacional. O maior problema da NMM foi a falta de coerência nas medidas anticíclicas tomadas pelo governo com a evolução das expectativas dos agentes e da economia mundial. (DE PAULA, MODENESI e PIRES, 2015).

As isenções na folha serviram para evitar um aumento do desemprego e/ou aumentar o lucro das empresas, enquanto a queda na taxa Selic não condizia com o patamar de endividamento das famílias e empresas, e as expectativas de piora na crise da zona do euro. Ao mesmo tempo, a queda na taxa Selic que corroborava com a desvalorização cambial não serviu para incentivar as exportações nacionais, pois elas sofriam com a queda no preço internacional das *commodities*, principal exportação brasileira. Além disso, como mostrado anteriormente, os desembolsos dos bancos públicos não mostraram grande preferência a exportação.

O uso do crédito subsidiado, a juros reais negativos, diminuiu muito a tomada de crédito junto aos bancos privados, dificultado a difusão da política monetária via crédito. Além disso, o perfil das empresas financiadas pelos bancos públicos facilitou a concentração dos mercados, os desembolsos realizados às médias e grandes empresas foram muito maiores que os desembolsos para as micros, pequenas, e médias empresas. As medidas que deveriam incentivar o investimento, e conseqüentemente uma maior competitividade do produto nacional, e aumento da exportação não mostraram aspectos claros de substituição de

---

<sup>22</sup> Ver APÊNDICE E com a evolução dos preços das commodities no Brasil.

importação ou restrições suficientes (já que era possível tomar empréstimos junto aos bancos públicos para financiamento de capital de giro) para diminuir as importações, inclusive de máquinas e equipamentos. Lembrando que fora o aumento do imposto sobre operação financeira, o governo apenas priorizou a compra de produtos nacionais, sem necessariamente incentivar a produção interna de produtos sem similar nacional.

Vale lembrar que os economistas Parnes e Goldfajn (2008) ressaltaram o mau precedente brasileiro em implementação de medidas anticíclicas, principalmente em momentos de crise, e que seria preferível que o governo colocasse em prática medidas anticíclicas em momentos de bom desempenho econômico. Mesmo que com opiniões diferentes, os economistas, De Paula, Modenesi e Pires (2015) mostram que as medidas anticíclicas da NMM não foram bem sincronizadas com o desempenho da economia brasileira e mundial, permitindo a suposição de que talvez o uso de medidas anticíclicas deva ser iniciado em momentos de menor imprevisibilidade mundial.

Em síntese, procurou-se mostrar nesse capítulo que a NMM foi uma ruptura com a política macroeconômica predecessora. Neste contexto o uso da taxa Selic, e portanto da política monetária, serviu como instrumento para a implementação da nova política macroeconômica e deixou de ater-se principalmente ao Regime de Metas de Inflação. A inflação manteve-se acima da meta, apesar de dentro do intervalo de tolerância, e esse efeito não pareceu preocupar o BCB. Por isso, pode-se afirmar que não houve continuidade na condução da política monetária entre primeiro período estudado (2004) e este segundo (2011).

## CONCLUSÃO

As duas últimas décadas foram marcadas por muitas mudanças no cenário mundial e brasileiro. Houve mudanças políticas e econômicas ao longo desse período, e os impactos delas afetam a conduta da política monetária. Com a manutenção do Partido dos Trabalhadores no poder executivo por 12 anos, desde 2004, questiona-se a prevalência de uma única visão sobre a condução da política monetária no controle, em especial com a mudança da presidência do Banco Central. Este trabalho mostrou que houve mudanças substanciais na condução da política econômica e monetária.

No primeiro capítulo após a apresentação das teorias de economia monetária, exibiu-se como as metas de inflação são utilizadas dentro da política monetária para ancorar a moeda de um país. Após essa análise, explanou-se a implementação do Regime de Metas de Inflação na economia brasileira, ainda no mandato de Fernando Henrique Cardoso.

Após a posse de Luiz Inácio Lula da Silva (Lula) do Partido dos Trabalhadores em 2004, mostrou-se certa rigidez por parte dos *policymakers* na condução da política econômica e monetária. Foi dada bastante importância ao hiato do produto e seu impacto na inflação, levando o Banco Central Brasileiro a aumentar sua taxa básica de juros, reprimindo demasiadamente a demanda, mesmo em um momento de aceleração do crescimento com uma projeção de que a inflação terminaria o ano dentro do intervalo de tolerância para sua meta. Não havia evidência empírica de que haveria uma pressão inflacionária com um nível utilização da capacidade instalada um pouco maior para economia brasileira. Apesar deste nível estar bastante elevado historicamente, a economia brasileira registrou posteriormente níveis maiores sem que isso causasse pressões inflacionárias. A decisão não só freou o crescimento, como provocou mais embates sobre a condução da política econômica prevalecendo a visão mais desenvolvimentista.

Mesmo com a eleição do Partido dos Trabalhadores na presidência em 2009, houve uma mudança em 2010 do candidato eleito. Dilma Rousseff assumiu a presidência da República e nomeou Alexandre Tombini como presidente do Banco Central Brasileiro. A troca de presidentes não mostrou no primeiro ano (2010) grandes mudanças na condução da política monetária. Mas a partir de agosto de 2011, o Banco Central Brasileiro decidiu reduzir a taxa básica de juros mesmo com a previsão de aumento de inflação. A decisão foi coordenada com o Plano Brasil Maior, e foi o começo da implementação da Nova Matriz

Macroeconômica. O viés da política monetária e econômica mostrou-se mais desenvolvimentista, ao contrário do que ocorrera em 2004, mas os resultados também não foram positivos para a economia brasileira. Mesmo com a pretensão de estimular o investimento, os incentivos foram dessincronizados com a evolução da crise da zona do euro e da crise de confiança que isso gerou. Além disso, a política industrial, não foi suficiente para promover aumento de investimento ou de produção interna. E finalmente, o uso de crédito subsidiado foi contrário ao alerta feito pelo Comitê de Política Monetária e, ao conceder crédito a juros reais negativos, causou o efeito *crowding out*, especialmente no mercado de crédito.

Em suma, foi possível demonstrar que a política monetária conduzida no início do mandato de Luiz Inácio Lula da Silva foi diferente da conduzida em 2011. Apesar da piora econômica de 2011 em diante, especialmente após a implementação da Nova Matriz Macroeconômica, foi possível reduzir o patamar da taxa básica de juros brasileira, que historicamente tem se mantido uma das mais elevadas do mundo. Torna-se interessante a análise mais específica das causas da inflação e dos mecanismos de transmissão da política monetária, que vem se mostrando ineficiente com a utilização exclusiva da taxa de juros como instrumento, mesmo que a alternativa proposta com Nova Matriz Macroeconômica não tenha obtido êxito.

## Referência Bibliográfica

- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Plano Brasil Maior - Inovar para Competir, Competir para Crescer - Balanço Executivo 2011-2014**. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. Brasília. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **100 Reunião do Copom**. Reunião do Copom. Brasília: [s.n.]. 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília. Brasília. 2004a.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação, Brasília, setembro 2004b.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação, Brasília, junho 2011a.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação, Brasília, setembro 2011b.
- BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO. BNDES - Central de Downloads. **BNDES**. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 10 dezembro 2016.
- BARBOSA FILHO, N. H.; SOUZA, J. A. P. D. A Inflexão do Governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A.; (ORG) **Brasil entre o Passado e o Futuro**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2010. p. 57-110.
- BARBOSA-FILHO, N. H. Inflation targeting in Brazil 1999-2006. **International Review of Applied Economics**, v. 22, n. 2, p. 187-200, março 2008.
- BERNANKE, B.; MISHKIN, F. S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? In: MISHKIN, F. S. **Monetary Policy Strategy**. Cambridge: MIT Press, 2007. Cap. 9, p. 207-225.
- BRASIL. **Lei nº 9.964**, 10 abr. 2000.
- BRASIL. Lei nº 11.941, 28 maio 2009.
- BRASIL, MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO. **PAC**, 2016. Disponível em: <[www.pac.org.br](http://www.pac.org.br)>. Acesso em: 06 junho 2016.
- CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia Monetária e Financeira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Campus Ltda, 2001.
- DE PAULA, L. F.; MODENESI, A. D. M.; PIRES, M. C. C. The tale of the contagion of two crisis and policy responses in Brazil - a case of (Keynesian) policy coordination? **Journal of Post Keynesian Economics**, Londres, 37, n. 3, 02 abril 2015. 408-435.
- FUCS, J. **Revista Época**, 22 fev. 2008. Disponível em: <<http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,EDG81920-6009,00-A+DIVIDA+EXTERNA+NAO+ASSUSTA+MAIS.html>>. Acesso em: julho 2016.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. International Monetary Fund. **World Economic Outlook**. Disponível em: <<http://data.imf.org/>>. Acesso em: 6 setembro 2016.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. World Economic and Financial Surveys. **International Monetary Fund**. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>>. Acesso em: junho 2016.
- GALHARDO, R. **Globo**, 4 out. 2008. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/lula-crise-tsunami-nos-eua-se-chegar-ao-brasil-sera-marolinha-3827410>>. Acesso em: setembro 2016.
- GENTIL, L.; DE ARAÚJO, V. L. Política monetária e combate à inflação. In: SÁ-EARP, F.; BASTIAN, E. F.; MODENESI, A. D. M. **Como Vai o Brasil? A Economia Brasileira no Terceiro Milênio**. Rio de Janeiro: Imã Editorial, 2014. Cap. 5.
- GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos Os Anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. Cap. 7.
- GIAMBIAGI, F. Rompendo com a Ruptura O Governo Lula (2003-2004). In: GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. Cap. 8, p. 196-217.
- IBGE, 2016. Disponível em: <[www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br)>. Acesso em: 2016.

- LICHA, A. L. Microfundamentos da Oferta Agregada. In: LICHA, A. L. **Teoria da Política Monetária Uma Abordagem de Nível Intermediário**. 1. ed. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015. p. 33 e 104.
- LULA DA SILVA, L. I. Carta ao Povo Brasileiro, São Paulo, 22 junho 2002.
- MARTELLO, A. É falso dilema que opõe inflação baixa e crescimento, diz Tombini. **Globo**, Brasília, 7 dezembro 2010. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/12/e-falso-dilema-que-contrapoe-inflacao-baixa-e-crescimento-diz-tombini.html>>. Acesso em: 11 junho 2016.
- MISHKIN, F. S. How Did We Get Here? In: MISHKIN, F. S. **Monetary Policy Strategy**. Cambridge: MIT Press, 2007. Cap. 1, p. 1-27.
- MISHKIN, F. S. Inflation Targeting in Emerging Market Countries. In: MISHKIN, F. S. **Monetary Policy Strategy**. Cambridge: MIT Press, 2007. Cap. 12, p. 271-278.
- MODENESI, A. D. M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do Real**. 1. ed. Barueri: Manole, 2005.
- MODENESI, A. D. M. Política monetária e combate à inflação. In: SÁ-EARP, F.; BASTIAN, E. F.; MODENESI, A. D. M. **Como Vai o Brasil? A Economia Brasileira no Terceiro Milênio**. Rio de Janeiro: Imã Editorial, 2014. Cap. 3.
- MODENESI, D. M.; MODENESI, R. L. Quinza anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real - uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 3, p. 398-411, julho-setembro 2012.
- O GLOBO. BC dos EUA marca para outubro fim do programa de estímulos. **O Globo**, Washington, 09 jul. 2014. <http://oglobo.globo.com/economia/negocios/bc-dos-eua-marca-para-outubro-fim-do-programa-de-estimulos-13195893>.
- OREIRO, J. L. Do Tripé Macroeconômico ao Fracasso da Nova Matriz A Evolução do Regime de Política Macroeconômica no Brasil (1999-2014). **Revista Politika**, Brasília, n. 2, p. 16-33, julho 2015.
- PARNES, B.; GOLDFAJN, I. Como reagir à crise política fiscal. In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I.; (ORGS.) **Como reagir à crise? Políticas econômicas para o Brasil**. 1. ed. Rio de Janeiro: Imago, 2008. Cap. 7, p. 33-37.
- PHILLIPS, A. W. Relation Between Unemployment and the Rate of Money Wage Rates in the United Kingdom - 1861-1913. **Economica**, Londres, v. 25, n. 100, p. 283-299, novembro 1958.
- ROMERO, C. Transição para nova política econômica afetou PIB. **Valor Econômico**, Brasília, 17 dezembro 2012.
- SAYAD, J. Dívida Pública quarenta anos de frustrações. In: (RELATOR), F. M. **A Dívida Pública Brasileira**. Brasília: Plenarium: Câmara dos Deputados, v. Caderno de Altos Estudos, 2, 2005. p. 124-128.
- SERRANO, F. Juros, Câmbio e o Sistema de Metas de Inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 30, n. 1, p. 63-72, 2010.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. Notas Sobre a Desaceleração rudimentar da economia brasileira. In: SÁ-EARP, F.; BASTIAN, E. F.; MODENESI, A. D. M. **Como Vai o Brasil? A Economia Brasileira no Terceiro Milênio**. Rio de Janeiro: Imã Editorial, 2014. Cap. 4.
- SPITZ, C. O Globo. **O Globo**, 9 novembro 2010. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/entenda-que-guerra-cambial-2928807>>. Acesso em: 15 julho 2016.
- TAYLOR, J. B. **Discretion Versus Policy Rules in Practice**. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39. North-Holland: Elsevier Science Publishers B.V. 1993. p. 195-214.
- TESOURO NACIONAL. Tesouro Direto. **Tesouro Nacional**. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto>>. Acesso em: 26 out. 2016.

## Anexo A

### Desembolso mensal do Sistema BNDES por Porte da Empresa

R\$ milhões	MICRO/PEQ/MED	GRANDE/MED-GRANDE	T O T A L	
2010	1	1.714,6	4.061,7	<b>7.702,7</b>
	2	1.292,4	5.423,2	<b>8.313,7</b>
	3	1.625,1	6.133,1	<b>9.445,8</b>
	4	1.764,7	6.560,3	<b>10.158,7</b>
	5	1.819,7	6.508,5	<b>10.415,3</b>
	6	1.955,3	8.523,9	<b>13.280,0</b>
	7	1.838,8	8.354,8	<b>13.350,2</b>
	8	1.817,8	13.464,0	<b>18.349,1</b>
	9	1.750,8	32.634,3	<b>36.997,9</b>
	10	1.894,8	8.641,0	<b>12.902,6</b>
	11	1.927,9	8.176,8	<b>12.690,2</b>
	12	2.225,8	9.679,5	<b>14.816,7</b>
<b>Total</b>	21.627,8	118.161,2	<b>168.422,7</b>	
2011	1	4.278,5	3.993,8	<b>8.272,3</b>
	2	3.374,0	5.505,4	<b>8.879,4</b>
	3	3.454,1	4.259,5	<b>7.713,6</b>
	4	3.815,9	4.969,8	<b>8.785,6</b>
	5	4.089,6	5.598,7	<b>9.688,4</b>
	6	4.100,5	8.155,8	<b>12.256,3</b>
	7	4.365,5	9.197,0	<b>13.562,5</b>
	8	4.301,9	7.014,0	<b>11.315,9</b>
	9	4.294,5	6.834,8	<b>11.129,3</b>
	10	4.456,4	7.278,2	<b>11.734,6</b>
	11	4.264,1	10.401,0	<b>14.665,1</b>
	12	4.865,2	16.005,2	<b>20.870,5</b>
<b>Total</b>	49.660,2	89.213,2	<b>138.873,4</b>	
2012	1	3.763,1	3.277,9	<b>7.040,9</b>
	2	3.119,6	5.005,5	<b>8.125,2</b>
	3	3.256,2	6.060,6	<b>9.316,9</b>
	4	3.755,5	5.912,0	<b>9.667,5</b>
	5	3.273,4	6.382,8	<b>9.656,1</b>
	6	3.503,9	6.228,5	<b>9.732,4</b>
	7	4.223,1	10.091,4	<b>14.314,4</b>
	8	4.644,1	8.648,8	<b>13.292,9</b>
	9	4.205,6	9.205,8	<b>13.411,4</b>
	10	4.872,3	8.921,4	<b>13.793,7</b>
	11	5.557,5	7.876,5	<b>13.434,0</b>
	12	5.947,7	28.259,2	<b>34.206,9</b>
<b>Total</b>	50.121,9	105.870,3	<b>155.992,3</b>	
2013	1	5.308,6	4.793,4	<b>10.102,0</b>
	2	4.721,9	6.350,1	<b>11.072,0</b>
	3	5.130,1	10.854,6	<b>15.984,7</b>
	4	6.167,2	11.089,3	<b>17.256,5</b>
	5	6.125,5	12.500,7	<b>18.626,3</b>
	6	4.894,5	10.618,3	<b>15.512,8</b>
	7	5.454,7	8.303,0	<b>13.757,7</b>
	8	5.161,2	9.806,9	<b>14.968,2</b>
	9	4.833,6	9.446,3	<b>14.279,8</b>
	10	4.826,7	10.400,0	<b>15.226,8</b>
	11	5.810,4	9.754,2	<b>15.564,5</b>
	12	5.109,1	22.958,6	<b>28.067,8</b>
<b>Total</b>	63.543,5	126.875,5	<b>190.419,0</b>	
2014	1	6.745,2	8.975,3	<b>15.720,5</b>
	2	4.767,3	7.968,0	<b>12.735,3</b>
	3	3.711,9	11.483,0	<b>15.194,8</b>
	4	3.814,6	11.362,9	<b>15.177,5</b>
	5	3.885,7	6.059,4	<b>9.945,1</b>
	6	4.073,2	11.209,3	<b>15.282,6</b>
	7	4.871,2	8.466,7	<b>13.337,9</b>
	8	4.800,3	10.776,7	<b>15.577,0</b>
	9	5.331,5	11.345,6	<b>16.677,1</b>
	10	5.270,9	11.644,6	<b>16.915,5</b>
	11	4.433,0	11.256,9	<b>15.689,8</b>
	12	7.669,4	17.914,3	<b>25.583,7</b>
<b>Total</b>	59.374,3	128.462,6	<b>187.836,9</b>	

Fonte: BNDES

## Anexo B

### Desembolso anual do Sistema BNDES em apoio à exportação

#### DESEMBOLSO ANUAL DO SISTEMA BNDES - APOIO À EXPORTAÇÃO

Setor CNAE

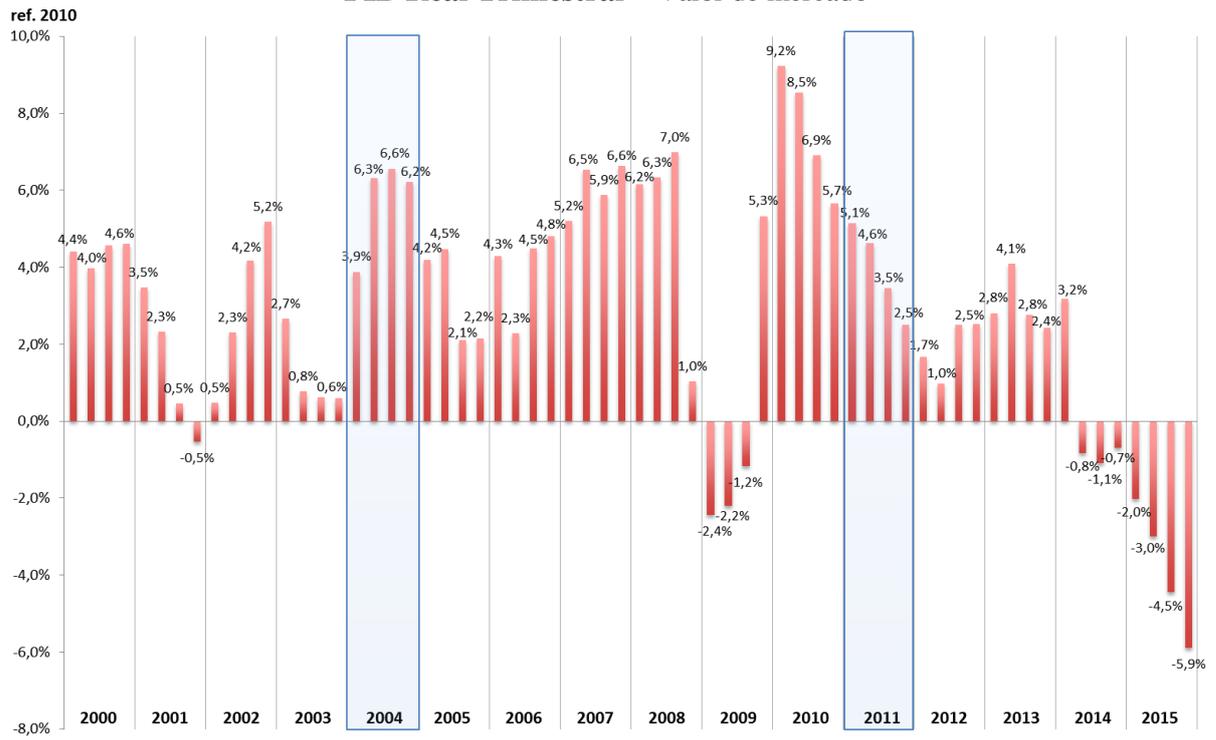
US\$ MIL

Discriminação	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AGROPECUÁRIA</b>	12,988	16,831	3,457	400	29,981	1,786	68,105	2,590	-	-
- agropecuária	12,988	16,831	3,457	400	29,981	1,786	68,105	2,590	-	-
<b>INDÚSTRIA EXTRATIVA</b>	166,512	1,547	-	-	-	-	-	-	-	-
- indústria extrativa	166,512	1,547	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO</b>	5,754,004	3,424,497	5,340,949	6,838,046	9,893,441	4,982,452	3,907,643	5,690,209	3,362,721	1,553,441
- produtos alimentícios	391.336	185,332	376,272	350,757	1,133,867	292,802	69,771	23,355	-	820
- bebidas	-	-	-	-	8,953	9,412	-	-	-	4,000
- têxtil	24,346	21,573	74,898	9,620	267,410	80,188	72,546	37,722	1,000	-
- confec, vestuário e acessórios	13,764	-	4,246	3,206	30,024	21,673	15,022	10,847	643	-
- couro, artefato e calçado	121,250	55,051	88,159	14,751	247,854	110,407	123,054	78,223	700	-
- madeira	26,072	8,961	518	629	87,225	103,839	74,606	30,085	-	2,650
- celulose e papel	844	1,613	3,156	44,577	316,572	733	-	-	2,035	-
- gráfica	-	-	-	-	6,202	-	-	-	-	-
- química	38,294	41,359	88,125	35,281	540,560	46,798	6,400	4,500	-	-
- farmacêutico, farmacêutico	-	-	8,309	9,320	52,233	-	-	-	-	-
- borracha e plástico	7,039	180,001	205,807	238,378	388,734	211,588	142,988	401,907	128,861	-
- mineral não metálico	52,066	26,785	15,468	422	103,753	54,935	40,090	105,710	11,092	-
- metalurgia	16,449	781	195,094	674,235	854,779	182,313	386,670	198,139	124,468	21,333
- produto de metal	10,436	25,264	30,058	138,652	144,104	28,776	47,979	49,852	16,011	9,089
- equip. info, eletrônico, ótico	348,898	287,179	386,290	131,242	376,508	1,290	185,038	33,922	1,262	3,135
- máq, aparelho elétrico	236,236	215,474	232,396	411,054	350,504	487,103	264,026	452,155	200,408	64,013
- máquinas e equipamentos	654,298	688,747	572,576	1,013,314	1,096,898	723,779	852,011	1,054,687	523,052	178,732
- veículo, reboque e carroceria	1,900,576	1,107,275	1,924,758	2,725,671	2,035,004	1,425,409	1,137,883	2,012,373	845,631	82,391
- outros equip. transporte	1,779,988	687,312	1,138,199	1,007,814	1,705,416	1,204,937	843,780	1,167,175	1,493,894	1,187,279
- móveis	5,717	1,810	4,335	3,708	44,783	26,737	37,209	16,909	768	-
- produtos diversos	44,888	-	12,884	19,183	101,408	9,734	493	4,689	12,094	-
- manutenção, reparação, instal.	-	-	-	1,150	-	-	-	-	-	-
<b>COMÉRCIO E SERVIÇOS</b>	442,898	747,573	1,250,730	1,470,248	1,331,758	1,730,393	1,491,182	1,443,715	1,014,198	540,305
- e eletricidade e gás	334	14,754	41	2,883	-	-	-	-	-	-
- água, esgoto e lixo	-	-	1,095	-	-	-	-	2,982	-	-
- construção	180,322	599,765	917,846	1,359,608	759,526	1,390,365	1,410,066	1,339,461	982,530	528,263
- comércio	256,468	37,843	127,698	7,462	191,951	227,702	78,434	13,747	15,620	5,757
- transporte terrestre	-	-	-	-	586	718	-	-	-	-
- ativ. aux. transporte e entrega	-	-	-	-	-	1,213	-	-	-	-
- ir. formação e comunicação	-	95,210	-	-	-	-	511	728	-	-
- ativ. financeiro e seguro	3,268	-	-	43,745	9,058	7,913	-	-	11,852	-
- ativ. imobili., profissional e adm.	2,465	-	204,050	53,250	370,836	102,482	2,172	86,796	4,396	6,283
<b>TOTAL</b>	<b>6,376,402</b>	<b>4,190,448</b>	<b>6,595,136</b>	<b>8,308,684</b>	<b>11,255,179</b>	<b>6,714,630</b>	<b>5,466,930</b>	<b>7,136,514</b>	<b>4,376,919</b>	<b>2,093,747</b>

Fonte: BNDES

## APÊNDICE A

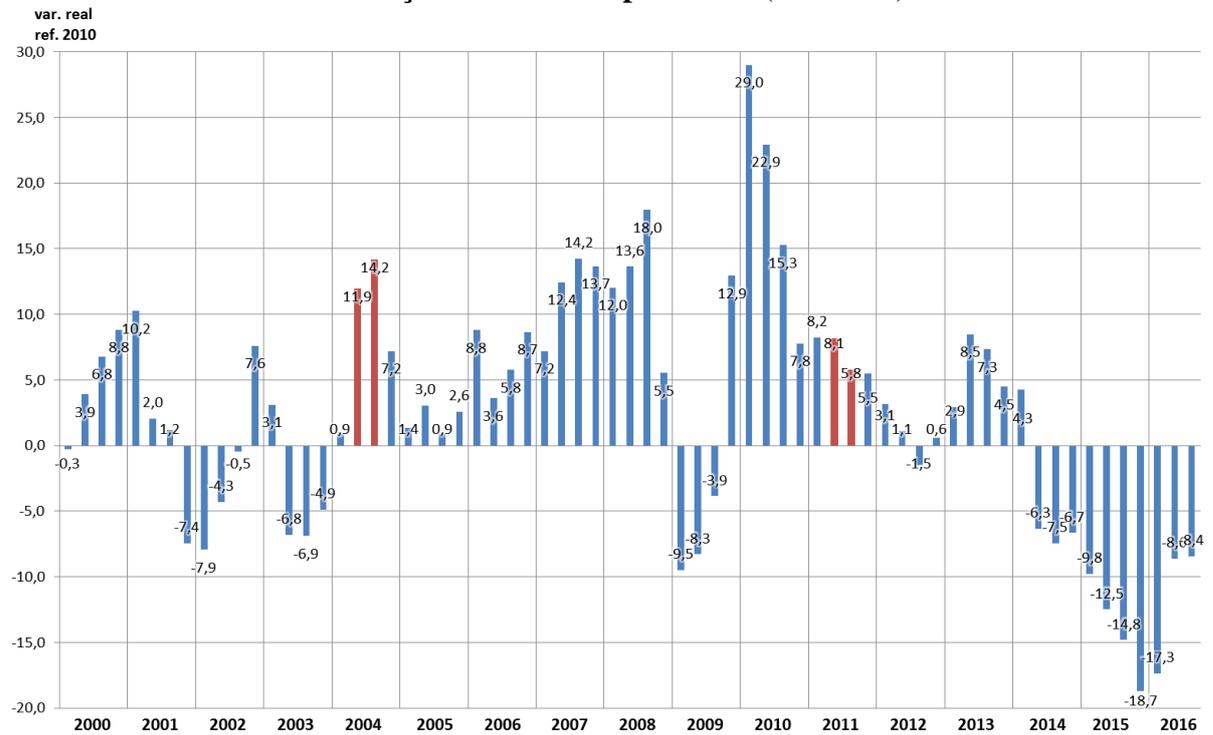
### PIB Real Trimestral – Valor de mercado



Fonte: IBGE

## APÊNDICE B

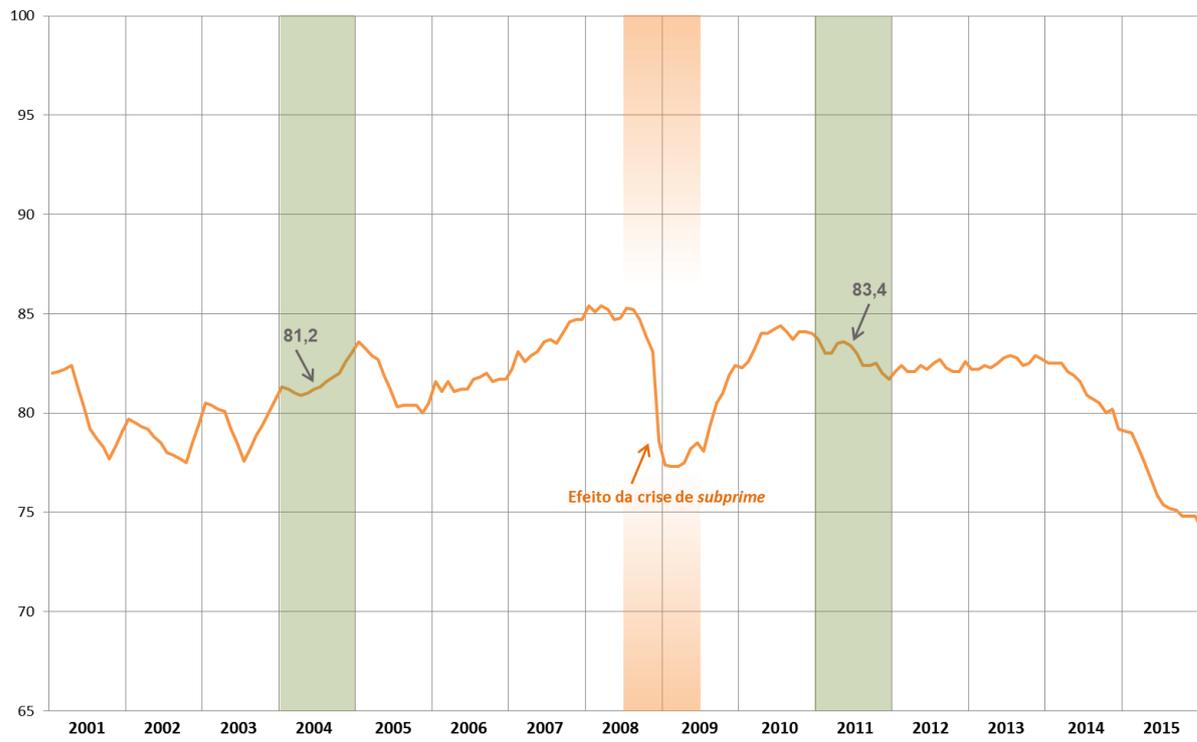
### Formação Bruta de Capital Fixo (trimestral)



Fonte: IBGE

## APÊNDICE C

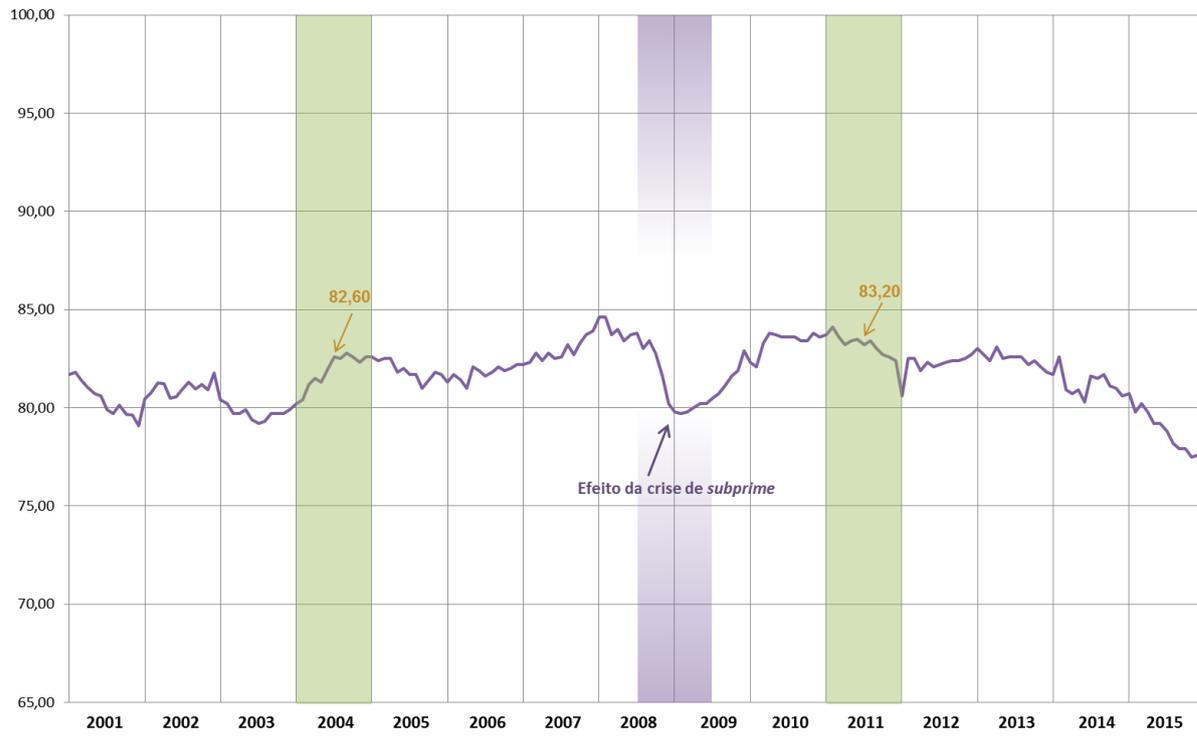
### Nível de Utilização da Capacidade Instalada



Fonte: FGV

## APÊNDICE D

### Nível de Utilização da Capacidade Instalada



Fonte: CNI

## APÊNDICE E

### Índice de Commodities Brasil

Data	Índice* de Commodities	Índice* de Commodities	Índice* de Commodities	Índice* de Commodities	
	Geral	Agropecuária	Metal	Energia	
2008	jan	104,42	106,04	117,56	85,9
	fev	110,9	112	124,8	92,96
	mar	112,95	112,61	130,95	95,81
	abr	112,95	110,77	128,43	104,61
	mai	112,52	108,36	121,94	117,44
	jun	113,22	109,38	113,68	125,93
	jul	111,54	108,05	114,57	120,65
	ago	105,26	104,43	105,9	107,18
	set	110,52	112,26	107,65	107,01
	out	109,94	113,93	100,67	104,02
	nov	103,55	111,39	91,1	87,85
	dez	102,64	115,29	81,95	79,57
2009	jan	102,25	116,22	81,2	74,99
	fev	98,72	112,92	78,78	69,27
	mar	97,28	111,18	79,19	66,77
	abr	97,36	111,03	82,47	64,5
	mai	97,83	111,46	82,2	65,63
	jun	94,38	104,19	85,26	69,55
	jul	93,3	103,68	86,68	64,15
	ago	94,8	103,4	94,69	65,47
	set	92,91	101,44	92,17	63,95
	out	92,63	100,01	91,1	68,29
	nov	95,06	103,19	94,2	67,25
	dez	99,32	107,51	102,11	67,89
2010	jan	104,3	111,83	109,6	72,62
	fev	104,98	113,7	105,77	73,13
	mar	98,57	103,07	110,18	71,61
	abr	97,54	99,34	116,11	74,45
	mai	95,55	98,87	107,26	73,6
	jun	93,62	97,89	99,25	73,86
	jul	95,15	100,41	99,42	72,95
	ago	101,02	106,91	108,84	73,37
	set	106,02	115,08	111,19	70,11
	out	111,33	120,67	118,82	71,75
	nov	119,42	131,48	120,23	76,34
	dez	124,77	137,62	122,98	81,06
2011	jan	130,91	145,28	127,26	83,41
	fev	138,98	155,78	134,41	83,68
	mar	137,43	152,71	130,43	89,43
	abr	132,2	144,66	128,89	90,71
	mai	124,55	135,17	122,9	88,07
	jun	122,2	133,08	117,72	87,26
	jul	120,4	129,67	120,17	86,92
	ago	121,3	133,39	114,16	84,6
	set	130,73	144,78	118,84	91,36
	out	126,74	140,44	111,64	91,54
	nov	125,01	138,07	109,33	92,29
	dez	124,34	136,96	109,72	92
2012	jan	125,05	138,07	113,25	88,62
	fev	121,35	132,59	114,16	86,98
	mar	124,59	135,16	117,13	92,58
	abr	125,32	136,04	117,46	92,96
	mai	127,16	137,92	119,96	93,89
	jun	125,37	137,64	117,56	87,48
	jul	135,17	151,92	115,49	92,79
	ago	135,05	150,53	113,16	99,37
	set	135,45	149,2	122,27	98,11
	out	134,49	147,67	121,45	99,06
	nov	135,41	147,98	122,51	101,83
	dez	137,4	149,06	131,39	100,68
2013	jan	135,46	146,3	132,14	99,12
	fev	131,44	140,7	129,87	99,02
	mar	129,05	139,76	122,05	96,54
	abr	126,56	137,51	117,48	95,09
	mai	127,26	138,13	116,65	97,24
	jun	134,06	146,04	121,67	101,51
	jul	137,1	148,52	125,07	105,96
	ago	142,27	152,06	137,2	110,41
	set	138,26	147,97	131,79	107,78
	out	134,56	143,78	129,11	104,78
	nov	138,24	147,15	133,39	108,84
	dez	141,69	149,4	137,8	115,48
2014	jan	143,73	152,29	138,8	115,48
	fev	149,87	161,07	137,8	118,94
	mar	151,9	166,87	132,06	115,51
	abr	148,06	162,26	130,58	112,18
	mai	145,16	158,2	128,27	112,71
	jun	142,97	154,09	129,38	114,25
	jul	140,32	150,05	133,81	110,1
	ago	138,44	146,69	137,5	108,51
	set	139,83	149,6	136,42	106,64
	out	146,85	161,1	139,23	102,43
	nov	151,32	166,15	146,53	101,95
	dez	149,44	167,8	144,7	88,67

\*Média mensal ponderada dos preços em reais das commodities

**Fonte: BCB-Depec**