

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**CÂMBIO, REPASSE INFLACIONÁRIO E A MAIOR TOLERÂNCIA COM A
ALTA DOS PREÇOS REVELADA PELO BACEN**

Tamara Figueiredo Nunes

Matrícula: 0913237

Orientador: Monica Baumgarten de Bolle

Dezembro, 2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**CÂMBIO, REPASSE INFLACIONÁRIO E A MAIOR TOLERÂNCIA COM A
ALTA DOS PREÇOS REVELADA PELO BACEN**

Tamara Figueiredo Nunes

Matrícula: 0913237

Orientador: Monica Baumgarten de Bolle

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizada pelo professor tutor.

Dezembro, 2013

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva da
autora.

Sumário

Introdução	4
Revisão da Literatura	6
1. Panorama Econômico do Brasil Contemporâneo	9
2. Fim da Crise de Desconfiança e Condução da Política Monetária e entre 2004 e 2006	23
3. Aceleração do Crescimento e Esforços do BACEN na Manutenção da Estabilidade Econômica	34
4. Governo Dilma e Comportamento Atual do Bacen em Face ao Aumento dos Preços	44
Conclusão	52
Referências Bibliográficas	54

Introdução

Um dos assuntos mais comentados atualmente, no que tange à economia brasileira, diz respeito à condução de política econômica adotada pelo Banco Central do Brasil e pelo Governo Federal (representado pela presidente Dilma Rousseff e pelo ministro da Fazenda, Guido Mantega), principalmente em relação ao comportamento frente ao aumento generalizado dos preços que tem sido observado no decorrer dos últimos anos. Para compreender o que tem influenciado tal conduta, é preciso analisar a questão de forma mais detalhada, examinando a evolução dos preços desde o governo anterior e buscando encontrar a conexão entre este e aquele.

O desempenho da economia brasileira na “era Lula” foi intensamente marcado por influências da economia internacional, como o fato de que entre os anos de seu mandato houve uma ampliação na demanda dos países emergentes por produtos brasileiros, o etanol ganhou maior relevância em âmbito mundial e foi descoberto o petróleo do pré-sal em território nacional. Cabe ressaltar que a crise dos subprimes norte-americanos, que rapidamente tomou proporções globais, também surtiu efeitos no Brasil. Em consonância, a economia desse período foi extremamente influenciada pelas taxas de câmbio e inflação. O Banco Central implementou uma rígida política monetária, expressa na realização de frequentes elevações nominais dos juros para conter os riscos de aumento da taxa de inflação, que, associada ao comportamento favorável da taxa de câmbio, foi imprescindível para manter a inflação sempre próxima da meta pré-estabelecida anualmente.

Com a mudança de governo em 2011, Dilma Rousseff assumiu a presidência e mostrou grande preocupação com o controle da inflação, desde os primeiros meses de seu mandato. Mas o objetivo de crescimento, inicialmente, teve que seguir em segundo plano, pois era vista como uma necessidade a desaceleração da economia a fim de evitar graves problemas posteriores. Entretanto, o agravamento da crise mundial, no decorrer do mesmo ano, impulsionou uma série de mudanças na atuação governamental, que passou então a adotar medidas de estímulo à economia, entre as quais tiveram destaque a redução de IPI dos bens manufaturados e a redução das taxas de juros. Ao longo de 2012, tais políticas permaneceram em vigor, chegando a um ponto em que as taxas de

juros anuais fixadas pelo COPOM estavam em 7,25% e a economia brasileira apresentava aumentos consecutivos nos níveis de preços, gerando inflação.

Tendo em vista que a alta dos preços reprime o crescimento econômico no médio e longo prazos, em vez de favorecê-lo, criando um ambiente desfavorável ao investimento e impulsionando a concentração de renda, o regime de metas de inflação, que levou o Banco Central do Brasil a comprometer-se com a estabilidade de preços como objetivo principal da política monetária, anunciando publicamente a meta a ser percorrida em cada período e atuando com transparência para facilitar a comunicação sobre as razões das tomadas de decisões e a prestação de contas junto à sociedade e seus representantes, acabou se consolidando no decorrer do Governo Lula (2003-2010) e persiste no Governo Dilma (posse em 2011). O fato é que o Banco Central do Brasil parece estar tolerando um maior nível de preços na economia.

Dessa forma, a monografia abrangerá o período de 2004 a 2013 e a apresentação do estudo será feita em quatro partes, das quais a primeira referir-se-á a um breve histórico da evolução da economia brasileira até o período proposto, com ênfase na trajetória inflacionária e na estrutura cambial no Brasil. Por conseguinte, a segunda seção trará uma análise detalhada das políticas implementadas no decorrer do primeiro governo Lula aliado ao BACEN, ano após ano, na busca da estabilidade dos preços depois da crise de desconfiança com a ascensão de um petista à presidência. A terceira seção estará baseada no segundo mandato de Lula numa perspectiva de como as mudanças e tendências externas foram captadas e expressas nas medidas do governo quanto ao câmbio e ao repasse inflacionário. E, finalizando a pesquisa, será apresentado um panorama das decisões atuais do Banco Central em relação ao aumento dos preços repassados à sociedade brasileira, vislumbrando tornar perceptível se e como as prioridades da política econômica foram se modificando à medida que o cenário político mudou (principalmente, com a troca de presidentes). A motivação deste estudo é procurar entender se a maior tolerância do BACEN com a alta dos preços é uma conclusão precipitada ou se corresponde à nova realidade brasileira e o que ela pode acarretar para o país.

Revisão da Literatura

A adoção de um regime de metas para a inflação, que passou a vigorar formalmente em 1º de julho de 1999, fez com que o governo brasileiro – em consonância com o Banco Central – passasse a se comprometer com a estabilidade de preços como objetivo principal da política monetária, anunciando publicamente a meta a ser perseguida em cada período e atuando com transparência para facilitar a comunicação sobre as razões das tomadas de decisões e a prestação de contas junto à sociedade e seus representantes.

A questão central a ser respondida através desta monografia está baseada na insegurança dos agentes econômicos e da sociedade brasileira em geral, advinda da possibilidade do regime vigente estar sendo afrouxado no decorrer dos últimos anos. O presente capítulo tem a finalidade de apontar os autores e as obras essenciais à resolução dessa problemática.

Para a realização da pesquisa, as fontes de dados utilizadas englobam uma série de artigos de periódicos, os quais acompanham o percurso histórico do câmbio e da inflação observada e como suas modificações tem se manifestado ao longo dos anos. Além disso, livros que retratam a economia brasileira e artigos de autores especializados nos temas relacionados também são de suma importância para o desenvolvimento do estudo.

Os relatórios trimestrais de inflação disponíveis no endereço virtual do Banco Central do Brasil, somados às atas do COPOM e os comunicados de decisões da política monetária contidos no mesmo, foram o início da investigação acerca de um assunto tão debatido atualmente. Nada faria mais sentido que recorrer à fonte principal do tema para entender os mecanismos e instrumentos utilizados no combate ao desequilíbrio dos preços. Além disso, é na página online do Banco Central do Brasil que se encontram dados acerca das variações na taxa de câmbio e a relação entre seu comportamento hoje e a sua irreverência no passado, a fim de evitar disparates.

No período a ser analisado – que se inicia em 2004 e se estende até 2013 – a trajetória de inflação efetiva ao ano sempre se manteve no intervalo da banda permitida (exceto 2013, ano corrente, que ainda não apresenta dados finalizados), como pode ser observado na Tabela “Histórico das Metas para a Inflação no Brasil” abaixo, cujas

informações foram extraídas da autarquia federal a que se propõe este estudo, o Banco Central do Brasil. Fraga (2011), Tombini (2011) e Meirelles (2011), são alguns dos autores que permeiam os artigos da publicação “10 Anos de Metas para a Inflação no Brasil”, de grande valia para o entendimento de todo o processo de implementação desse método para a regularização dos preços internos.

Histórico das Metas para a Inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
2004	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,50
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	

Fonte: Banco Central.

Adicionalmente, as estatísticas e os indicadores fornecidos pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) têm caráter fundamental, em especial porque o IPCA, que é o índice que serve de base para a análise das metas de inflação, indica o repasse inflacionário à população e é com base nele que o BACEN procura agir para combater mudanças descomedidas nos preços e manter a credibilidade no mercado interno (de produtos, fatores e financeiros). Entretanto, têm sido frequentes as oscilações no IPCA, que o elevam de modo a reduzir a confiança na atuação governamental na busca da manutenção de uma meta razoavelmente baixa, de 4,5% (que já é maior que a média dos demais países, de 3%).

Abreu (1990), ao pesquisar sobre o centenário da República brasileira, em síntese, é o autor e organizador que mais se destaca em detalhes ricos e proveitosos para o entendimento do panorama conjuntural do país no que se refere à economia ao longo dos anos. Ao embarcar nas políticas adotadas em cada época, faz com que a ideia da transformação no pensamento dos governantes quanto ao que era mais adequado a ser perseguido fique mais nítida aos olhos de seus leitores. Entretanto, a obra finda em 1989

e, portanto, apenas localiza o estudo em qual seria a realidade brasileira contemporânea, assunto a ser abordado no primeiro capítulo desta pesquisa.

O autor crucial para engatilhar o estudo, dessa forma, é Giambiagi (2011), o qual faz uma retrospectiva dos passos da economia brasileira desde 1945 até o fim dos anos Lula. Sua obra, em conjunto com Villela, Castro e Hermann, é o canal pelo qual a argumentação é projetada e posta em prática no decorrer da presente monografia, dando embasamento para as conclusões que são obtidas ao longo da análise quanto ao que os governantes e o próprio BACEN perfazem como ótimo para a condução da política monetária, cambial e, genericamente, econômica no país.

Leitão (2011), em sua obra, apresenta uma reflexão sobre os longos anos de luta pela estabilidade dos preços que aparece como a interligação entre a base técnica a ser exposta e a aplicação na prática de toda a teoria. É uma visão de como o Brasil vem se firmando em um mundo de crises e superações.

Em complemento à fundamentação da pesquisa, de Paula (2011) organiza uma série de artigos que têm por objetivo expor as opções de política econômica escolhidas por Luiz Inácio Lula da Silva nos anos em que assumiu a Presidência da República e como elas repercutiram no Brasil que hoje está no comando de Dilma Rouseff. Nesse sentido, os textos abrangem a política externa brasileira nos oito anos do Governo Lula e o cenário econômico em que o presidente se viu inserido, tanto em âmbito nacional quanto internacional. Sua contribuição para o estudo é dada pelo fato de que muito do que se pensa sobre o futuro do país resultou de políticas bem ou mal conduzidas durante esse governo.

Para argumentar sobre o desempenho econômico desde a posse de Dilma Rouseff em 2011, é preciso realizar uma análise mais específica da realidade brasileira, através de periódicos diários, como O Valor Econômico, e semanais, como as revistas – Veja, Época – que retratam a política atual.

Por fim, cabe ressaltar que o caráter essencial deste trabalho avalia as condições contemporâneas nas quais se encontra o Brasil e as perspectivas sobre a condução política nos governos subsequentes, bem como a possibilidade de adoção de novos métodos para o alcance do contínuo equilíbrio monetário e cambial pelo BACEN.

1. Panorama Econômico do Brasil Contemporâneo

Ao findar o período ditatorial brasileiro, a economia do país sofreu uma série de tentativas de reajuste em busca da estabilidade de preços e da manutenção do crescimento do PIB. Adicionalmente, a perspectiva de alcançar uma maior participação no mercado internacional crescia, ano após ano, tendo em vista o emergir da veemente globalização econômica. Entretanto, para o desenvolvimento “saudável” do país, seria necessário mais do que o aumento das taxas correspondentes, era preciso buscar o equilíbrio no balanço de pagamentos e a contenção de distúrbios inflacionários. Tal busca persiste nos dias de hoje, mas para compreender o contexto atual é importante entender, como bem denominou a jornalista e comentarista de economia Miriam Leitão, a “saga brasileira”¹. Desta forma, antes de adentrar no comportamento econômico observado na última década, o presente capítulo atenta para o momento histórico que o precede, enfatizando a trajetória da inflação e do câmbio.

1.1. Governo José Sarney (1985-1990)

Em 1984, o movimento que ficou conhecido como “Diretas Já” impulsionou a população, com representantes de diversas correntes de pensamento, a manifestar pelo direito de eleger o presidente da República, o que não vinha sendo feito há 20 anos, no decorrer da Ditadura Militar. A solução, todavia, não foi exatamente o que a população havia proposto, mas já foi um indício de que a democracia estava às vésperas de seu retorno efetivo. Em 15 de janeiro de 1985, através de eleições indiretas, foi eleito o novo presidente da República, Tancredo Neves, que não pôde assumir a presidência por estar acometido de uma doença que o levaria a falecer poucos meses depois. Em seu lugar, assumiu o, até então, vice-presidente José Sarney, que se deparou com tamanha desordem econômica, herdada dos governos Geisel e Figueiredo, além de forte pressão política e populacional pelo fim da inflação, pela volta permanente do crescimento e pela redistribuição de renda.

O ambiente internacional encontrado por Sarney, em 1985, pode ser considerado como favorável em alguns aspectos, comparado aos anos anteriores. Os efeitos dos

¹ Leitão (2011).

choques do petróleo, de 1973 e 1979, estavam se reduzindo, de forma a se verificar queda nos preços internacionais do item em questão, de parcela relevante nas importações brasileiras. A taxa de crescimento do PIB em 1984 tinha sido de 5,4%, considerada uma taxa razoável, confrontada com as taxas de -4,2%, 0,85% e -2,9% de 1981, 1982 e 1983, respectivamente ². Segundo Giambiagi (2011, p.99):

O crescimento parecia vir acompanhado de uma melhora substancial das contas externas e de uma redução do desequilíbrio das contas públicas. A balança comercial tinha passado de um déficit de US\$2,8 bilhões, em 1980, para um superávit de US\$13,1 bilhões em 1984. Quanto à situação fiscal, em 1981, o déficit operacional atingiu 6,3% do PIB, reduzindo-se para 3,0% em 1984.

Portanto, o quesito a ser resolvido com mais rapidez era quanto ao repasse inflacionário, pois o mesmo vinha em processo de aceleração desde a década anterior.

O consenso econômico era extremamente difícil na circunstância vivida no início do Governo Sarney e a convivência democrática se fazia complicada, embora houvesse unanimidade em relação à urgência da desindexação da economia. Diversas propostas de condução da política econômica foram apresentadas, das quais se destacam duas: o “Choque Heterodoxo”, de Francisco Lopes, que ficou amplamente conhecido como “congelamento de preços” e indicava o componente inercial da inflação como o principal responsável pela aceleração inflacionária (numa análise estatística); e a “Teoria da Moeda Indexada”, de André Lara Resende e Pêrsio Arida, também chamada de “Teoria Larida” em função de seus idealizadores, que recomendava a introdução de uma moeda indexada para circular paralelamente à moeda oficial (na época, o Cruzeiro) a fim de desindexar, de modo paulatino, a economia. A solução adotada foi o “Choque Heterodoxo”, a qual foi seguida nos planos de esterilização vividos na Nova República: Cruzado, Bresser e Verão.

² Dados do IBGE, “Estatísticas do Século XX”.

1.1.1. Plano Cruzado

Em 28 de fevereiro de 1986, o Plano Cruzado foi anunciado, mudando as diretrizes do Governo, que havia optado inicialmente por administrar a política econômica apenas adotando medidas de austeridade monetária e fiscal. O novo plano, que entrou em vigor com o Ministro da Fazenda Dílson Funaro, possuía as seguintes características, resumidamente³:

- Instituição de um novo padrão monetário nacional, o Cruzado, cuja paridade se fez com o cruzeiro correspondendo a um milésimo do cruzado (art. 1º);
- Aferição das oscilações do nível geral de preços em cruzados pelo Índice de Preços ao Consumidor – IPC (art. 5º);
- Extinção da correção monetária, através da mudança de denominação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTNs – para Obrigações do Tesouro Nacional – OTNs – que teriam o valor de 106,40 cruzados, sem alterações até o dia 1º de março de 1987 (art. 6º);
- Vedação, sob pena de nulidade, das cláusulas de reajuste monetário nos contratos de prazos inferiores a um ano (art. 7º);
- Fator de conversão, de cruzeiros para cruzados, diário e calculado pela multiplicação da paridade inicial (1000 cruzeiros/1 cruzado), cumulativamente por 1,0045 para cada dia decorrido (art. 8º);
- Salários e remunerações convertidos em cruzados pelo valor médio dos últimos seis meses (art. 21);
- Reajuste automático dos salários e remunerações pela variação acumulada do IPC, sempre que a acumulação passasse 20% ao ano, sendo considerado antecipação salarial (art. 23);
- Instituição do seguro-desemprego (art. 26);
- Congelamento de todos os preços nos níveis de 27 de fevereiro de 1986 (art. 36).

De acordo com o Anexo III, do Decreto-Lei nº 2.284, foi incluída uma tabela de conversão das obrigações sem cláusula de correção monetária, nos moldes do Plano

³ Previstas no Decreto-Lei nº 2.283, de 28 de fevereiro de 1986, o qual foi revogado em 10 de março de 1986, pelo Decreto-Lei nº 2.284).

Austral argentino, que ficou conhecida como *tablita*, cujo objetivo era expurgar a inflação embutida nos contratos. Eram multiplicadores que se reduziam no decorrer dos meses e atualizavam os valores em Cruzados, expostos na Tabela 1.1:

Tabela 1.1 - Fatores de Atualização					
1985	Março	3,1492	1985	Setembro	1,8351
1985	Abril	2,8945	1985	Outubro	1,6743
1985	Maió	2,7112	1985	Novembro	1,5068
1985	Junho	2,5171	1985	Dezembro	1,3292
1985	Julho	2,3036	1986	Janeiro	1,1436
1985	Agosto	2,0549	1986	Fevereiro	1,0000

Fonte: JusBrasil

Na política cambial, o Brasil prosseguia diante de uma “escolha de Sofia” entre equilíbrio no saldo do balanço de pagamentos ou contenção da inflação. A escolha foi pela estabilidade de preços e o câmbio permaneceu fixo de março a outubro de 1986. A partir de setembro, as exportações apresentaram forte queda e tal declínio acentuado motivou o retorno de minidesvalorizações diárias em novembro do mesmo ano.

Analiticamente, os resultados do Plano Cruzado compreendem uma substancial redução inflacionária observada entre março e junho de 1986, seguida de aumento de demanda, escassez na produção e consequente imobilidade pública, entre julho e outubro de 1986, além do retorno de altas taxas de inflação a partir de novembro do mesmo ano. Na verdade, como afirma Marcos Cavalcante de Oliveira (2009, p.225), em vez de conter a inflação:

A combinação de congelamento de preços, aumento de salários e taxas de juros reais negativas criou aquilo que os economistas chamam de ‘excesso de demanda’ – isto é, os consumidores demandavam muito mais mercadorias do que as empresas, operando no Brasil, conseguiam oferecer. Este aquecimento de demanda também não era passível de ser atendido pelo aumento das importações, pois o país estava carente de reservas cambiais e vira seu crédito internacional virtualmente desaparecer depois da então recente moratória de 1983.

O fato é que o excesso de demanda, não correspondido pelo aumento suficiente de oferta, gera inflação, que foi exatamente o que ocorreu, levando ao fim do Plano Cruzado em novembro de 1986, porque era necessário “deixar que os preços – inclusive os juros e o câmbio – cumprissem o seu papel de equilibrar demanda e oferta”⁴.

A nova tentativa de estabilização dos preços foi o “Cruzado II”, através do qual houve elevação da arrecadação tributária, caracterizado por aumento nos impostos indiretos, medidas de descongelamento cambial e reindexação dos contratos financeiros às Letras do Banco Central, além de remarcações em diversas tarifas – combustíveis, energia elétrica e telefonia. A volta às minidesvalorizações cambiais vieram com força total, afetando drasticamente as exportações brasileiras. Por sua vez, a inflação de dezembro mostrou-se elevada, mais que dobrando em comparação ao mês anterior e, em janeiro de 1987, dado que a expansão monetária manteve-se ativa, a inflação atingiu um patamar maior que a taxa de janeiro de 1986 – motivadora da criação do Plano Cruzado. Quanto às reservas, estas desaparecem quase completamente e o plano, em junho de 1987, o plano teve, oficialmente, seu fim.

1.1.2. Plano Bresser e Política do “Feijão com Arroz”

Após a saída de Dílson Funaro do Ministério da Fazenda, seu substituto foi Luis Carlos Bresser-Pereira, responsável por anunciar o novo plano que o governo usaria para buscar a estabilidade dos preços na economia, já que a inflação do mês de maio tinha chegado ao nível de 27,6%. Dessa forma, em 12 de junho de 1987, foi apresentado o Plano Bresser⁵, que levaria consigo tanto características de “Choques Heterodoxos” quanto elementos de “Choques Ortodoxos” – considerando a inflação como inercial e de demanda – e cujas características básicas foram:

- Congelamento, pelo prazo de noventa dias, de todos os preços, nos níveis de 12 de junho de 1987, seguido de fase de flexibilização (art. 1º);
- Congelamento, pelo prazo de noventa dias, de todos os salários, nos níveis de 12 de junho de 1987, seguido de fase de flexibilização;
- Manutenção do padrão monetário nacional, o Cruzado, sem alterações;

⁴ Cavalcante (2009, p. 226).

⁵ Promulgado com o Decreto-Lei nº 2.335, de 12 de junho de 1987.

- Taxa de câmbio flutuante, aplicando-se uma desvalorização de cerca de 9,5% e posteriores minidesvalorizações, de modo a procurar igualar às diferenças entre as inflações doméstica e internacional a fim de manter certa paridade real fixa da moeda;
- Instituição da Unidade de Referência de Preços (URP) para fins de reajuste de preços e salários (art. 3º).
- Aumento de tarifas, eliminação de subsídios, corte de gastos e investimentos públicos desnecessários, pretendendo-se reduzir o déficit público.
- Criação de uma nova Tablita, para expurgar a inflação embutida nos contratos.

O Plano Bresser foi um plano de emergência, ao contrário do Plano Cruzado e podem ser observadas algumas diferenças entre esses dois. Enquanto o Plano Cruzado objetivava alcançar uma taxa de inflação próxima de zero, o Bresser almejava deter a aceleração inflacionária, dado que um nível de inflação zero não era possível sem reestruturar a economia. Adicionalmente, um dos objetivos do Plano Cruzado era desindexar a economia, mas no caso do Bresser o sistema de indexação foi mantido porque era preciso restabelecer o equilíbrio da economia brasileira em primeiro lugar. Segundo Eduardo Modiano (Abreu, 1990, p.367):

A principal diferença em relação ao Plano Cruzado decorria da determinação oficial de que todos os aumentos de preços anunciados conjuntamente com o Plano Bresser seriam computados integralmente na taxa de inflação de junho. Assim, a taxa de inflação de julho não ficaria sobrecarregada pelos aumentos de preços anteriores.

Nesse contexto, com poucas reservas internacionais, inflação acelerada, salários em redução, firmas quebrando e investimentos colapsados, é possível dizer que o Plano Bresser obteve os seguintes resultados: inicialmente, os salários pararam de cair e a onda de falências terminou; houve também uma fase de sucesso no que tange à redução da inflação, pois a mesma baixou para 3,1% e 6,4%, nos meses de julho e agosto, respectivamente, em contraposição a uma taxa de 21,6% apresentada em junho; todavia,

o congelamento de preços não foi respeitado pela população, dado o mau resultado dessa medida no plano anterior, o que prejudicou o desempenho do novo programa e, nos meses subsequentes, a inflação voltou a se situar num estágio acima de 10%, chegando a 14,1% em dezembro de 1987. A melhor contribuição do Plano Bresser à economia brasileira foi quanto à política cambial, devido à flexibilização da taxa de câmbio, que forneceu relativa melhora nas contas externas.

Em dezembro de 1987, Luis Carlos Bresser-Pereira pediu demissão e, em seu lugar, assumiu a pasta da Fazenda Maílson da Nóbrega. Maílson optou por medidas menos severas, que ficaram conhecidas como Política do “Feijão com Arroz”, a qual visava uma taxa de inflação estabilizada em cerca de 15% ao mês e “se baseava no congelamento dos valores nominais dos empréstimos do setor público e na contenção salarial do funcionalismo público”⁶. Como consequência, o déficit público “caiu para 1,1% do PIB no primeiro semestre de 1988, em contraste com 1,8% do PIB no mesmo período do ano anterior”⁷. Entretanto, embora a taxa de inflação tenha ficado em uma faixa próxima ao pretendido pelo ministro nos primeiros meses, a safra desfavorável nos anos 1987/1988 fez o preço dos alimentos subir, pressionando a inflação a um nível de 24% em julho de 1988, contribuindo também para a perda do excedente exportador, dado tal choque de oferta. Além disso, em outubro de 1988, foi promulgada a nova Constituição brasileira, a partir da qual se vinculou grande parcela da receita pública, os gastos federais se ampliaram e o custo de mão de obra – tanto para o setor público quanto para o privado – se encareceu. A nova Constituição também trouxe um descasamento nas contas federais entre receita e despesa, o que gerou déficits gêmeos explosivos, fazendo com que a política adotada perdesse força.

1.1.3. Plano Verão

Ao final de 1988, a inflação havia alcançado um patamar de 30% ao mês, apresentando em janeiro de 1989, uma taxa de 36%. Logo, o insucesso da Política do “Feijão com Arroz” foi significativo para o que o Governo adotasse, em 14 de janeiro

⁶ Giambiagi (2011, p.117).

⁷ Abreu (1990, p. 371).

de 1989, o Plano Verão ⁸, caracterizado por uma proposta mais radical de desindexação da economia, cujas principais medidas foram:

- Elevação de diversos preços públicos antes da divulgação do plano;
- Instituição de um novo padrão monetário nacional, o Cruzado Novo, cuja paridade se fez com o cruzado correspondendo a um milésimo do cruzado novo (art. 1º);
- Incumbência do Banco Central da impressão de novas cédulas e da cunhagem de moedas no novo padrão monetário (art. 2º);
- Congelamento de todos os preços e salários, por prazo indeterminado, nos níveis de 14 de janeiro de 1989 (art. 8º);
- Extinção das OTNs e das OTNs-fiscais, que serviam de indexadores de papéis pós-fixados (art. 15);
- Conversão dos salários à nova moeda nacional, tomando como base a média dos últimos 12 meses e, a partir de fevereiro, URP não corrigiria mais salários;
- Desvalorização de 16,38% do câmbio, em 17 de janeiro de 1989, seguida da adoção de um câmbio fixo, na paridade de 1 para 1 com o dólar.
- Em julho de 1989, retorno das minidesvalorizações do câmbio, mas, desta vez, insuficientes para evitar a queda e recuperar o nível de exportações brasileiras.

Como resultado inicial, as observações não corresponderam às expectativas do Governo, que pretendiam manter as taxas de inflação baixas por, pelo menos, dois ou três meses, para persuadirem as decisões dos agentes econômicos quanto aos reajustes em suas negociações. Em fevereiro de 1989, a taxa de inflação foi registrada com aumento de 3,6%, favorável à reestruturação do equilíbrio econômico. Mas já no segundo mês após a divulgação do plano, a variação do IPC subiu para 6,1% e manteve-se, a partir de então, em ascensão até o fim do Governo Sarney. Na visão de Modiano (Abreu, 1990, p.382):

⁸ Materializado na Medida Provisória nº 32, de 15 de janeiro de 1989, posteriormente convertida na Lei nº 7.730, de 31 de janeiro de 1989.

Apesar da ênfase da política econômica no combate à inflação, a taxa anual de inflação quadruplicou entre o início de 1985 e o final do ano de 1988. (...) Os Planos Cruzado, Bresser e Verão não produziram mais do que um represamento temporário da inflação, uma vez que não foram solucionados quaisquer dos conflitos distributivos de renda ou atacados os desequilíbrios estruturais da economia, que poderiam ser considerados focos de pressão inflacionária a médio prazo.

1.2. Governo Fernando Collor (1990-1992)

Uma das maiores conquistas do povo brasileiro foi a volta às eleições diretas, após as duas décadas de ditadura e quatro anos do governo Sarney, eleito indiretamente. Desta vez, a escolha estava, literalmente, nas mãos do povo, e assim foi eleito o novo presidente da República, Fernando Collor de Mello, que “trazia um discurso centrado na denúncia da corrupção, assistência às camadas mais desfavorecidas da sociedade e promessas de mudanças profundas na economia”⁹. Já em sua posse, dia 15 de março de 1990, o novo presidente, aliado à ministra da Fazenda Zélia Cardoso de Mello, anunciou o Plano Collor I¹⁰, seu plano de estabilização a fim de dar fim à crise econômica brasileira, ajustar a economia e elevar o país ao primeiro mundo. Dessa forma, o Plano Collor I surgiu com as seguintes características:

- Instituição do Cruzeiro, como novo padrão monetário nacional, que correspondia a um Cruzado Novo (art. 1);
- Incumbência do Banco Central da impressão de novas cédulas e da cunhagem de moedas no novo padrão monetário (art. 2º);
- Bloqueio, por dezoito meses, dos saldos das contas correntes, cadernetas de poupança e demais investimentos superiores a Cr\$50.000,00, depois sendo repassada a correção da inflação e mais 6%;
- Tabelamento dos preços;
- Aumento da arrecadação, através da criação e aumento de impostos e tarifas;

⁹ Giambiagi (2011, p. 132).

¹⁰ Oficializado através da Medida Provisória nº 168, de 15 de março de 1990.

- Corte de gastos públicos e extinção de diversos cargos públicos;
- Prefixação dos salários;
- Redução de incentivos fiscais;
- Início das privatizações de estatais.

Quanto à política cambial, a partir de 1990, foram definidas duas taxas de câmbio, num sistema de “flutuação suja”: a taxa administrada e a taxa de câmbio flutuante, em que esta era referente a aplicações com fins de turismo e aquela, ao dólar comercial. O Banco central não fixava mais a taxa de câmbio, mas embora o dólar comercial pudesse flutuar de acordo com as oscilações do mercado, o Banco Central ainda poderia intervir quando julgasse conveniente.

Em meio a uma situação extremamente aflitiva, com déficits gêmeos e inflação elevada, a decisão de fazer um confisco de renda de tamanho porte como o vivido durante o Governo Collor, ocasionou uma série de problemas para a economia brasileira, no sentido de que sem renda disponível não havia demanda e o país mergulhou em uma profunda recessão, com o PIB se retraindo em 8% só no segundo semestre de 1990. A economia quase paralisou com a queda abrupta da base monetária, contudo, a inflação respondeu também caindo severamente, baixando de 80% ao mês para níveis próximos de 10% nos meses subsequentes ao anúncio do plano. Não obstante, a queda inflacionária não conseguiu ser mantida ao longo do tempo, gerando exatamente o oposto, altas taxas observadas: pelo IGP-DI, foi de 17,5% no mês de novembro e 19,9% em janeiro de 1991.

Para tentar, mais uma vez, combater o gigante inflacionário, houve a substituição da ministra Zélia Cardoso de Mello por Marcílio Marques Moreira, sendo em 1º de fevereiro de 1991 lançado o Plano Collor II. O novo plano não mudou o padrão monetário, pois a crença era de que o corte de despesas e gastos públicos, a política de juros altos, a redução de tarifas de importação e o congelamento dos preços e salários era suficiente para alcançar melhores taxas de inflação. A política cambial manteve-se inalterada, mas em setembro de 1991, o Banco Central voltou a intervir agressivamente no mercado cambial, permitindo uma desvalorização de 14% em apenas um dia.

Com a implantação do Neoliberalismo no Brasil, no Governo Collor, e a abertura do mercado brasileiro para entrada de produtos importados, a maior competitividade exigia das empresas nacionais maior eficiência na produção de suas mercadorias, isso aumentou a produtividade interna, porém isso implicou maior desemprego no Brasil. O

Plano Collor II também não funcionou como previsto, mantendo a inflação em níveis elevadíssimos, e o Governo Collor terminou com o *impeachment* e renúncia do presidente da República, devido a escândalos e inconstitucionalidades por ele praticadas, em 29 de setembro de 1992, sendo substituído por Itamar Franco.

1.3. Governo Itamar Franco (1992-1994)

Com o ingresso de Itamar Franco na presidência da República, houve uma alta rotatividade no Ministério da Fazenda, até a entrada de Fernando Henrique Cardoso no cargo, em 19 de maio de 1993 e permanência até o dia 30 de março de 1994, quando saiu para concorrer nas eleições que aconteceriam no final deste ano. Durante sua estada no ministério, foi desenvolvido e implantado o plano de estabilização que, finalmente, traria resultados significativos e duradouros quanto ao combate da inflação persistente por tantos anos, o Plano Real, originado por um grupo de economistas e engenheiros da PUC-Rio.

O plano foi idealizado pautando-se no liberalismo, na reestruturação produtiva e na globalização, combinando o controle sobre o déficit público e o alcance de maior credibilidade na moeda nacional através de uma reforma monetária gradual. Assim, inicialmente, foi introduzido um novo padrão monetário, denominado Cruzeiro Real, equivalente a mil cruzeiros ¹¹. E, posteriormente, no dia 27 de fevereiro de 1994, foi inserida a Unidade Real de Valor – URV ¹² - “dotada de curso legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário (...) continuando o cruzeiro real a ser utilizado como meio de pagamento dotado de poder liberatório” ¹³, que correspondia a CR\$ 647,50, e só se tornaria dotada de poder liberatório na data de sua emissão como moeda divisionária pelo Banco Central do Brasil, a partir do qual passaria a se chamar Real. Então, a concepção do Plano Real pode ser dividida em três períodos, sendo o primeiro um ajuste fiscal a fim de equilibrar as contas do governo, o segundo sendo marcado pela criação da URV e o terceiro, pela emissão da nova moeda.

¹¹ Implantado a partir da promulgação da Medida Provisória n° 336, de 28 de julho de 1993, convertida na Lei n° 8.697, de 27 de agosto de 1993.

¹² Implantada a partir da promulgação da Medida Provisória n° 434, de 27 de fevereiro de 1994, depois convertida na Lei n° 8.880, de 27 de agosto de 1993.

¹³ Art. 1° da Medida Provisória n° 434.

Os objetivos do Plano Real eram, em síntese, tornar a trajetória inflacionária declinante, manter o PIB crescente no longo prazo e promover a redução dos desequilíbrios sociais presentes à época. Entretanto, embora o programa tenha sido bastante eficaz, apenas o primeiro objetivo foi verdadeiramente alcançado. Na formulação do Plano, algumas premissas foram relevantes para o seu sucesso: o respeito às regras e contratos, algo que as tentativas anteriores não se preocuparam e acabaram por causar instabilidade nas expectativas; a necessidade de convencer a população, com o intuito de alcançar os objetivos através do papel das próprias expectativas; e a desvinculação de verbas – prática advinda da Constituição de 1988 que destinava quase que por completo as verbas do orçamento público a setores específicos, não permitindo o Governo realizar seus investimentos dado o pouco que lhe restava livremente – com a criação do Fundo Social de Emergência.

Dessa forma, a instituição da URV foi fundamental para o retorno da função da moeda brasileira como unidade de conta, que havia sido perdida durante todo o período hiperinflacionário. O Banco Central, primeiramente, preferiu abster-se de modo parcial da possibilidade de manipular a taxa de câmbio, adotando um teto máximo na taxa de câmbio, podendo, portanto, o real variar apenas para baixo do teto de equivalência de um real para um dólar. E a publicação da Medida Provisória nº 542¹⁴, de 30 de junho de 1994, colocou em circulação o Real como a nova moeda nacional em 1º de julho de 1994. Diferente das frustrações anteriores, o plano em vigor teve como foco a preocupação com o monitoramento do câmbio, das tarifas públicas e dos salários, não estabelecendo uma política para os preços em geral. Nos meses subsequentes, o Banco Central lançou diversas medidas para tentar reverter a valorização real do câmbio em relação ao dólar. Todavia, em outubro de 1994, o insucesso dessa medida levou o Banco Central a adotar uma âncora cambial no sentido de conter a oferta e estimular a demanda por divisas.

Quanto à inflação, que chegou a uma taxa superior a 45% ao mês em junho de 1994, esta teve uma queda abrupta já em julho, para cerca de 1% e permanecendo em níveis baixos nos meses que se seguiram ao anúncio do Plano Real¹⁵.

¹⁴ Convertida na Lei 9.069, de 29 de junho de 1995.

¹⁵ Medida pelo IGP-DI da FGV.

1.4. Governo Fernando Henrique Cardoso (1994-2002)

Por ter sido responsável pela implementação do Plano Real, que deu o resultado tão esperado por anos pela população brasileira, Fernando Henrique Cardoso ganhou o apreço dos eleitores, assumindo a presidência, em janeiro de 1995 e conduzindo o governo até o final de 2002. Tais anos tiveram importantes aspectos singulares, como: uma série de privatizações, saneamento do sistema financeiro, renegociação de dívidas estaduais, aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, reforma da Previdência Social e mudança no tratamento do capital estrangeiro.

O primeiro ano de seu governo enfrentou turbulências advindas da consolidação da internacionalização do Sistema Financeiro Internacional, com sua extrema mobilidade de capitais, tornando os fluxos internacionais instáveis, pois capazes de movimentos rápidos e inesperados. Além disso, a crise mexicana induzia saída líquida de divisas do Brasil e a balança comercial vinha apresentando contínuos déficits. Para evitar o retorno explosivo da inflação, com uma economia superaquecida, o Banco Central passou a utilizar bandas cambiais e, em março de 1995, foi adotada uma “desvalorização controlada, da ordem de 6% em relação à taxa de câmbio da época, após o que o Banco Central passou a administrar um esquema de microdesvalorizações, através de movimentos ínfimos de uma banda cambial com piso e teto muito próximos”¹⁶. Como resultado de uma política cambial forte, a atratividade dos países no sentido de investirem no Brasil aumentou, gerando um acúmulo, ao final de 1995, de US\$ 52 bilhões. Entretanto, no final de 1998, um ataque especulativo contra o Real levaria à adoção do câmbio flutuante logo nos primeiros dias do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso.

A sutileza da adoção de uma âncora cambial marcou a primeira fase da estabilização monetária, seguindo até o ano de 1999. Mas em 1º de julho de 1999, passou a vigorar o Sistema de Metas para a Inflação, caracterizado pelo anúncio de uma meta a ser percorrida durante o ano a fim de manter a estabilidade dos preços na economia brasileira e dar maior transparência nas decisões do Banco Central e condução da política monetária. Primeiramente, a uma meta de 8%, a inflação efetiva registrou um percentual de 8,94%, medida pelo IPCA. Conforme as metas pretendidas foram variando no decorrer dos anos, as taxas de inflação efetiva também se alternaram,

¹⁶ Uma forma de câmbio controlado. Giambiagi (2011, p.167).

apresentando valores anuais de 5,97%, 7,67%, 12,53% e 9,30%, correspondentes aos anos 2000, 2001, 2002 e 2003 (primeiro ano de mandato do presidente Lula), respectivamente ¹⁷. Os resultados observados mostram a eficácia do Plano Real, que finalmente foi um plano de estabilização econômica que conseguiu derrubar um dos maiores perseguidores dos brasileiros no século XX, o gigante inflacionário, e deveria ser seguido nos próximos governos para manter a inflação em níveis baixos e adequados ao progresso do país.

¹⁷ Dados do Banco Central do Brasil.

2. Fim da Crise de Desconfiança e Condução da Política Monetária e Cambial entre 2004 e 2006

A desconfiança do mercado nacional e internacional frente ao ingresso de um partido esquerdista ao poder abalou entre 2002 e 2003 os alicerces aparentemente firmes do Regime de Metas para a inflação tão bem sucedido desde sua criação no decorrer do governo anterior. Isso ocorreu, em especial, devido ao fato de que o PT por longos anos defendeu uma posição extremamente crítica ao ajustamento fiscal adotado por FHC, chegando a cogitar a ideia de realizar um plebiscito acerca da conveniência de pagamento ou não da dívida externa e da manutenção ou não dos níveis de superávits implementados até então. Em meio à disputa eleitoral, o posicionamento do partido começou a se modificar, aproximando-se do centro e abandonando de certa forma suas raízes mais profundas, desde seu comprometimento com a preservação do superávit primário através da “Carta ao Povo Brasileiro”. Dessa forma, ao assumir a presidência, Lula deu continuidade à condução de política econômica já vigorante no Brasil e o quadro de instabilidade e insegurança dos agentes econômicos foi sendo revertido conforme o discurso do novo presidente ganhava credibilidade junto à comunidade financeira, somando-se ao comportamento favorável da taxa de câmbio nesse período. Com a designação de Henrique Meirelles como presidente do Bacen, como sintetizou Miriam Leitão, “a economia não cresceu em 2003, mas a inflação foi contida. Depois o PIB voltou a crescer em 2004”¹⁸.

Uma grande reforma monetária foi proposta durante a década analisada e a partir dela foi colocada como foco inicial a concessão de autonomia ao BACEN. De acordo com Lauro Mattei e Luis Felipe Magalhães (PAULA, 2011, p.140):

Como restou ao programa de estabilidade apenas o manuseio das taxas de juros, optou-se por dar autonomia (antiga reivindicação dos mercados financeiros) ao Banco Central para arbitrar o controle inflacionário do país. Com isso, transfere-se à autoridade monetária o poder de definir “as metas de inflação” e

¹⁸ Leitão (2011, p. 402).

a conseqüente taxa de juros, bem como definir a taxa de câmbio. Desta forma, nota-se que o ideário da independência do BACEN – que na prática significa atrelá-lo aos interesses das forças de mercado – retirou do conjunto do governo e, particularmente, do Presidente da República, o poder de definir soberanamente os destinos da política econômica do país.

Neste sentido, as decisões de política econômica adotadas durante o período proposto abrangem muito além dos interesses pessoais e partidários do então presidente Lula, comportando o posicionamento visto como mais adequado mediante o quadro observado no país a cada ano decorrido.

Após a superação da crise de desconfiança, em 2004 os esforços do BACEN em conjunto com o Ministro da Fazenda Antonio Palocci resultaram em um crescimento do PIB em torno de 5% e um recorde de cerca de 90 bilhões de dólares em exportações, com destaque para as exportações de produtos agropecuários como a soja e a carne que tiveram grande influência no alcance de um superávit comercial de 33 bilhões de dólares no mesmo ano. Os economistas Cruz e Oliveira (2005, p.35) concluíram que:

Além de impulsionar o crescimento econômico interno, o surpreendente desempenho das exportações também melhorou sensivelmente os indicadores de sustentabilidade externa, fazendo com que a capacidade do Brasil em honrar seus compromissos internacionais se tornasse mais sólida.

E para ratificar esse raciocínio, cabe mencionar que uma das grandes conquistas no ano foi a redução da dívida do governo para 53,7% do PIB frente a 58% observado no ano anterior. Por sua vez, novos postos de trabalho foram criados para suprir a demanda interna e externa, totalizando um aumento de 774 mil vagas de emprego formal durante o ano, segundo dados do IBGE, o que levou o desemprego a cair consideravelmente nas seis principais regiões metropolitanas do país. No combate à inflação, que esteve explicitamente ligada à retomada do crescimento e do emprego no Brasil, o Comitê de Política Monetária optou por subir os juros no final do ano a fim de conter o consumo descomedido e 2004 terminou com a Selic em 17,75%.

Nas reuniões do Copom a meta de 5,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional em junho de 2003 para a inflação do ano de 2004 foi perseguida, de forma que as alterações na taxa básica de juros, atreladas ao câmbio bem comportado e uma economia em recuperação, levaram ao alcance de uma inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de 7,6% neste ano, o que de fato estava acima do ponto médio desejado, mas foi a primeira vez desde a virada do século que se encontrava dentro do intervalo tolerado (3% a 8%), mostrando coerência nas políticas adotadas pelo Banco Central para o alcance dos objetivos econômicos do país.

Como pode ser observado na tabela abaixo, as principais fontes de pressão sobre os preços ao consumidor vieram dos grupos de Comunicação, Transportes, Educação e Vestuário, dentre os quais os Transportes apresentaram a maior contribuição para o resultado da variação do IPCA em 2004 dado que representaram o maior peso entre esses grupos em dezembro deste mesmo ano (21,67%). Alimentação e Bebidas, por sua vez, embora correspondam a um peso de 22,61%, tiveram uma variação de 3,86% nos preços ao consumidor, atenuando o resultado observado na taxa de inflação.

IPCA em 2004 - Por Grupo

GRUPO	VARIAÇÃO (%)	PESO EM DEZ 2004	CONTRIBUIÇÃO (p.p.)
Alimentação e Bebidas	3,86	22,61	0,9
Habitação	7,14	16,55	1,18
Artigos de Residência	5,42	5,51	0,31
Vestuário	9,95	5,31	0,52
Transportes	10,99	21,67	2,33
Saúde e Cuidados Pessoais	6,88	10,47	0,72
Despesas Pessoais	6,84	9,1	0,63
Educação	10,44	4,79	0,49
Comunicação	13,91	3,98	0,52
IPCA	7,6	100	7,6

Fonte: Banco Central - Focus

Para o ano de 2005, o Conselho Monetário Nacional estabeleceu 4,5% como meta para a taxa de inflação, mas o próprio BACEN representado por seu presidente Henrique Meirelles confirmou que os esforços da política monetária estariam mirando uma meta de 5,1% para a inflação do ano e que apenas no ano seguinte poderia aplicar uma política mais rígida para o alcance da meta de fato. Em entrevista ao Jornal das Dez, do canal Globo News, em 23 de setembro de 2004, Meirelles afirmou:

A gestão da política monetária continua normalmente. Isso (a elevação para 5,1% da meta para 2005) é algo que se tornou

aconselhável, pelo fato de que com a inflação em 2004 ficando um pouco acima da meta de 5,5%, existe uma influência inercial sobre a inflação de 2005. Nós decidimos combater um terço desse efeito durante o ano de 2005, o restante nos anos seguintes. É a estratégia mais adequada para o Brasil. Portanto, o Banco Central vai mirar acima da meta acertada com o FMI (4,5%).

E por manter a política adotada pelo BACEN bastante transparente, as expectativas ao longo de 2005 convergiram para a meta informada. Desde a posse de Lula, o Banco Central seguiu uma trajetória de elevação dos juros a fim de combater o desequilíbrio inflacionário cujo primeiro grande impacto no mercado ocorreu ainda em 2003, quando a Selic foi aumentada em 1,5 p.p. dada a pressão do dólar. Em resumo, Giambiagi (2011, p.211) mostra que:

Nos oito anos do Governo Lula, o Banco Central, conduzido de modo autônomo por Henrique Meirelles e por vezes à revelia das posições defendidas pelo Ministério da Fazenda, implementou nada menos que quatro rodadas de elevação nominal dos juros, algo dificilmente previsível em 2002, a se confiar nos documentos programáticos do PT escritos em anos anteriores.

Seguindo esse aspecto, já na primeira reunião do COPOM realizada em 19 de janeiro de 2005, a medida implementada contra a alta dos preços foi a alteração na taxa de juros básica da economia, elevando-a para 18,25% ao ano. Desde então, seguiu-se uma série de elevações chegando a uma SELIC de 19,75% em maio de 2005 e permanecendo nesse patamar até a reunião de 14 de setembro do mesmo ano, quando optou-se por reduzir a taxa em 0,25 p.p, tendo em vista que “a flexibilização da política monetária neste momento não comprometia as conquistas obtidas no combate à inflação”¹⁹, com a SELIC de 2005 findando em 18% ao ano. O interessante, entretanto,

¹⁹ 112ª Reunião do COPOM.

nessa evolução da taxa básica de juros da economia brasileira, é observar o acontecimento da segunda rodada de elevação nominal dos juros, pois “entre setembro de 2004 e maio de 2005, no contexto de uma forte alta das *commodities*, ela passou de 16,0% para 19,75%”²⁰ e o Brasil ganhou o título de país com a maior taxa de juros reais do mundo nesse período.

Embora tais elevações tenham sido muito criticadas por encarecerem o crédito, fazendo com que o consumidor comprasse menos do comércio, o que por sua vez reduziu as encomendas à indústria e gerou demissões, o lucro dos bancos chegou a dobrar e a taxa de inflação, o grande alvo do BACEN no ano, terminou o segundo semestre de 2005 em 5,69%. Isso significou um impulso para que no próximo ano o BACEN ancorasse seus esforços na meta realmente proposta pelo CMN, 4,5%.

Quanto ao câmbio, o objetivo do BACEN em 2005 estava baseado no “aperfeiçoamento permanente do regime de câmbio flutuante”²¹, sem fixar uma meta específica para a taxa de câmbio. Atrelado ao empenho em atingir a meta de 5,1% para a inflação, a moeda brasileira não se desvalorizou internamente e ganhou forças em âmbito internacional. O editor do UOL Economia, Armando Pereira, em artigo de 26 de dezembro de 2005, ressaltou que:

Em 12 meses, entre novembro de 2004 e novembro de 2005, a moeda do país subiu 33% em relação ao dólar. Os consumidores aprovaram, porque ficou mais barato comprar produtos importados e viajar. Mas especialistas e exportadores reclamaram das perdas que a situação pode representar.

Mesmo com as operações do Banco Central para conter a quantidade de dólares no Brasil, não foi possível obter uma desvalorização significativa do real comparado ao dólar. Contudo, o BACEN aproveitou o momento para acumular reservas cambiais. Outro ponto favorável foi que, ainda que o câmbio estivesse valorizado, as exportações não diminuíram e a balança comercial apresentou um saldo positivo superior ao observado em 2004, como enfatiza a tabela a seguir.

²⁰ Giambiagi (2011, p.211).

²¹ Prestação de Contas – LRF (junho 2006, p.35).

Balança Comercial

US\$ BILHÕES

	Exportações	Importações	Saldo
2004	96,5	62,8	33,7
2005	118,3	73,5	44,8
Var. %	22,6%	17,1%	33,0%

Fonte: Funcex

Apesar do decorrer de um ano com a taxa básica de juros alta e caracterizado pelo baixo crescimento do PIB em 2005, que ficou abaixo de 3%, as expectativas de reeleição do presidente Lula em 2006 não se abalaram significativamente. Em consonância, as perspectivas para a economia brasileira no ano que estava por vir eram extremamente positivas por diversos fatores: previa-se que, mantendo-se a austeridade fiscal, o superávit primário ainda ficaria acima de 4% do PIB; a inflação observada em 2005, relativamente próxima à meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, dava indícios de que a meta seria alcançada sem muita dificuldade em 2006, não sendo necessário manter a elevação constante dos juros nominais da economia, o que aliviaria o componente de investimentos no mercado interno; e com a maior competitividade da economia do Brasil em relação aos produtos externos, dada pela melhora nos termos de troca, a abertura comercial e o desempenho excepcional da balança comercial brasileira, a esperança era de continuidade nos altos níveis de exportação.

Pelo lado estritamente econômico, o corte de investimentos do Ministro Palocci resultou em muitas críticas ao mesmo e seu cargo foi estremecido devido à onda de escândalos do “Mensalão”, na qual seu nome esteve envolvido. Dessa forma, em março de 2006, Antonio Palocci entregou uma carta de renúncia ao presidente e saiu do governo, assumindo o posto de novo Ministro da Fazenda alguém cujas ideias em grande parte eram explicitamente opostas à condução de política até então vigente, Guido Mantega.

Em análise dos anos que seguiram ao ingresso de Mantega no Ministério, cabe destacar o que de fato mudou na gestão econômica desde então. No que tange aos superávits primários, integrados no tripé da economia brasileira, o novo ministro afrouxou de maneira considerável o quesito, passando-se a utilizar uma certa “banda de tolerância” ao que antes era efetivamente a perseguição de uma “meta fiscal”. Outra característica marcante da mudança foi a busca por políticas que diferenciasses as decisões tomadas no Governo Lula do que era praticado nos anos de Fernando Henrique Cardoso. Além disso, o BNDES ganhou um papel mais relevante na economia e o

Ministério da Fazenda passou a divergir em vários aspectos da condução da política monetária vista como ótima pelo Banco Central.

Quando o presidente Evo Morales anunciou a estatização das reservas de gás e petróleo na Bolívia, os interesses brasileiros foram profundamente afetados, pois a Petrobras que havia investido mais de US\$ 1,5 bilhão no país acabaria perdendo seus investimentos sem ressarcimento e o preço do gás no Brasil, que em grande medida era extraído da Bolívia, deveria aumentar. A crise boliviana só foi amenizada porque os contratos já assinados, mesmo que em plano inferior e com diversos militares cercando as instalações das refinarias, foram adiante e o impacto no Brasil não foi sentido de forma tão intensa quanto ocorreria se nada fosse negociado.

No que diz respeito à inflação, o ano de 2006 se encerrou em um patamar de 3,14%, o menor percentual registrado pelo IPCA de variação nos preços desde a adoção do Regime de Metas em 1999 – e que viria a ser também o menor até 2013, sobre o qual ainda não é possível definir com exatidão a inflação efetiva mas já se sabe que terminará em um percentual maior que o obtido em 2006. Esse resultado, entretanto, situou-se em 1,36 p.p. abaixo do realmente desejado e perseguido pelo BACEN no ano, dando respaldo à alegação deste ter sido o quarto ano consecutivo de desaceleração na economia brasileira. Tal argumentação ganha respaldo no baixo crescimento observado do PIB no ano que, segundo dados do IBGE, apresentou uma variação real de 3,7%, advinda da elevação de 3,5% do Valor Adicionado a Preços Básicos e do aumento dos Impostos sobre Produtos em 5,2%.

Nas decisões do Comitê de Política Monetária muito se falou sobre “dar prosseguimento ao processo de flexibilização da política monetária iniciado na reunião de setembro de 2005”²², referindo-se à redução de significativos pontos percentuais na taxa básica de juros que refletem diretamente na inflação observada, com alguma defasagem de tempo. Nesse sentido, optou-se por reduzir a taxa SELIC desenfreadamente até setembro de 2007, onde a mesma chegou a 11,25% a.a. Para o momento, basta mencionar, entretanto, que a taxa SELIC em 2006 passou de 18% em janeiro para 13,25% a.a. em dezembro, mostrando uma política assegurada no desempenho de um BACEN focado na meta de inflação pretendida. Para entender com

²² Expressão condizente com o início das justificativas para as decisões tomadas nas reuniões do COPOM quanto ao instrumento da taxa de juros, transcritas nos relatórios do BACEN.

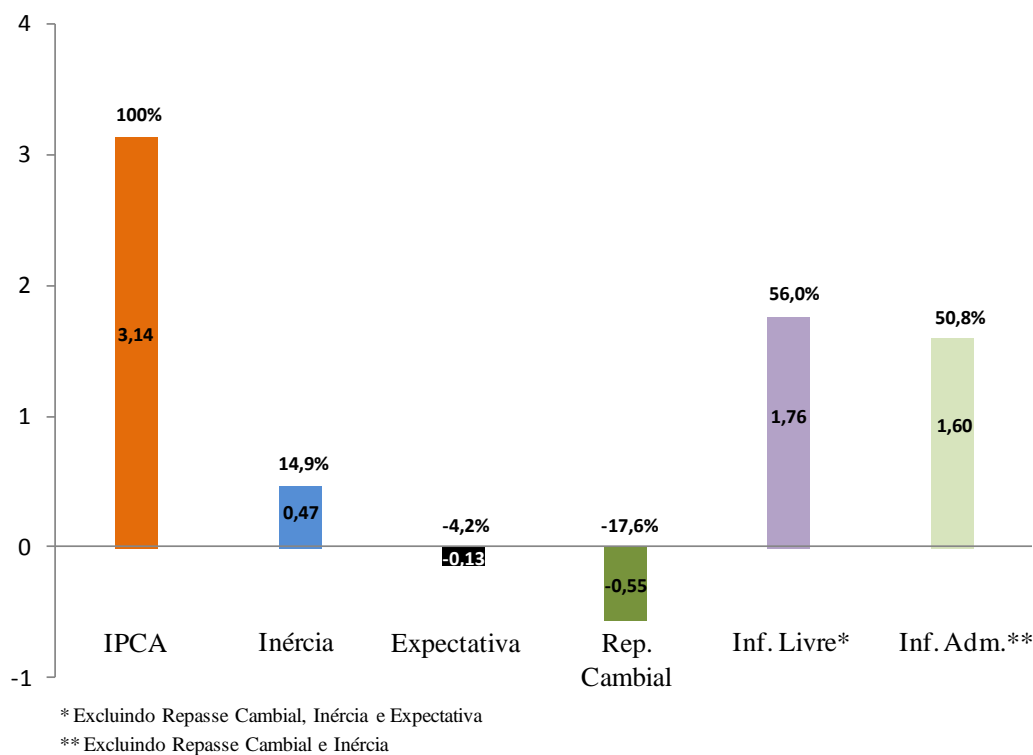
mais clareza o comportamento dos preços em 2006, é coerente decompor a taxa de inflação e identificar os fatores dos quais consiste sua dinâmica. Conforme bem é retratado no Relatório de Inflação do Banco Central publicado em março de 2007:

Considerando os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 2,57%, e a variação dos preços administrados atingiu 4,27%. A exemplo do que ocorreu nos anos 2004 e 2005, retirando-se os efeitos do repasse cambial, da inércia e das expectativas, a maior parte da variação deveu-se ao comportamento dos preços livres e administrados. De fato, consideradas as exclusões acima, os preços livres contribuíram com 1,76 p.p. da inflação de 2006, ao passo que a contribuição dos preços administrados foi de 1,60 p.p.

Dessa forma, uma característica essencial da inflação de 2006 foi a presença marcante dos preços livres e administrados, que em termos relativos representaram respectivamente uma contribuição de 56,0% e 50,8%. Outro componente merecedor de destaque na decomposição da inflação é o repasse cambial, tendo este sido fundamental desde 2003 para o seu arrefecimento, em especial porque a taxa de câmbio bem comportada contribui para o bom funcionamento das transações financeiras do Brasil com o resto do mundo e, principalmente, para o aumento dos investimentos externos²³. Em 2006, sua responsabilidade na variação do IPCA correspondeu a uma redução de 0,55 p.p., equivalendo a uma inflação efetiva 17,6% menor em termos relativos. Já o componente da expectativa teve sua contribuição dada pela esperança que procedeu do resultado observado no ano anterior, mais próximo da meta, o que levou os agentes econômicos a acreditarem mais piamente nos instrumentos e medidas utilizados pelo BACEN para o alcance dos objetivos preestabelecidos. Portanto, a expectativa ajudou a reduzir a inflação efetiva em 0,13 p.p. e o componente inercial, por sua vez, foi

²³ De acordo com o Relatório de Inflação do BACEN, datado de Março 2007, o comportamento da taxa de câmbio em 2006 proveio, em especial, dos fortes superávits da balança comercial, do cenário favorável nos mercados financeiros internacionais e dos efeitos sobre a percepção de risco país de medidas de política econômica que fortaleceram a capacidade da economia brasileira de resistir a choques.

responsável por seu aumento em 0,47 p.p., significando em termos relativos -4,2% e 14,9%, respectivamente, como mostra o gráfico da decomposição da taxa de inflação de 2006 abaixo.



FONTE: Banco Central

De maneira mais generalizada, o ano de 2006 foi marcado por uma taxa de inflação baixa, o que consolidou ainda mais plenamente o Regime de Metas para a Inflação no Brasil. Adicionalmente, a recuperação dos investimentos internos, direcionados mais precisamente à construção civil, distribuição de energia e indústria petrolífera, ainda que com cautela, vieram como motivadores para a expectativa de maior crescimento no país nos próximos anos, enquanto faltou atenção para a produção de equipamentos para a agricultura, telecomunicações e transportes. Segundo análise conjuntural do Instituto Paranaense de Desenvolvimento Econômico e Social (IPARDES), discorrida pelo economista Gilmar Mendes Lourenço, quanto ao crescimento pífio do Brasil:

Enquanto a Argentina cresceu quase 9,0% ao ano entre 2003 e 2006, à base de câmbio depreciado, juros reais abaixo de 1,0%

a.a. e inflação anual de 12,0%, a economia brasileira experimentou expansão de 2,8% a.a., juros reais acima de 10,0% e inflação em torno de 3,0% em 2006.

Quanto à redução da taxa SELIC, a valorização cambial e o desempenho do Brasil frente aos Estados Unidos, Lourenço acrescenta:

Embora a taxa básica de juros tenha caído de 19,75% a.a. em setembro de 2005 para 13,25% a.a. em novembro de 2006, enquanto a taxa dos Estados Unidos subiu de 3,5% a.a. para 5,25% a.a., fazendo o hiato de juros encolher 7,75 pontos percentuais, a valorização cambial persistiu – o dólar recuou de R\$ 2,36 para R\$ 2,14 –, inibindo o desempenho exportador e oportunizando a troca de oferta doméstica por importada, penalizando fração expressiva do parque manufatureiro operante no país.

Ainda que o saldo na balança comercial brasileira tenha sido positivo e ascendente desde o ingresso de Lula no Governo, ficando em US\$ 46 bilhões em 2006²⁴, a taxa de câmbio mesmo em valorização tenha se mostrado bem comportada no decorrer dos anos e a taxa de inflação se mantido controlada dados os esforços do Banco Central brasileiro, o ano de 2006 – e o primeiro mandato de Lula como presidente – terminou com uma questão pertinente a ser respondida: De que forma todos os “bons” resultados poderiam ser transferidos para uma aceleração no crescimento do país? A dúvida permanecia no ar, mas não foi capaz de influenciar a popularidade de Lula, que foi reeleito sem muita dificuldade no segundo turno. Havia esperança de que aquele seu primeiro pronunciamento como presidente em 2002 se tornaria uma realidade nos próximos anos e que a vitória, dessa vez, realmente significaria “o início de um novo ciclo histórico para o Brasil”²⁵. Se tudo iria ocorrer como prometido nas eleições e se

²⁴ Sendo US\$ 91,3 bilhões referentes às importações e US\$ 137,4 bilhões às exportações.

²⁵ Discurso do Presidente Eleito Luiz Inácio Lula da Silva, “Compromisso com a Mudança”, em 28/10/2002.

os preços continuariam com variações em patamares tão ínfimos, isso só os próximos anos iriam dizer.

3. Aceleração do Crescimento e Esforços do BACEN na Manutenção da Estabilidade Econômica

O Brasil acompanhou um progresso de sua moeda para a estabilidade e reconhecimento no mercado internacional no decorrer dos primeiros anos do Governo Lula. O Real foi fortalecido principalmente pelo fato de seus alicerces econômicos internos terem se mantido firmes e intactos por cerca de treze anos consecutivos. E o que se esperava era que essa realidade não viesse a ser abalada nos anos em que se seguiria seu segundo mandato. O ambiente ainda aparentava ser mais favorável devido à constatação de que não havia mais motivos para se preocupar com a dívida externa, já regularizada e com as contas públicas devidamente ajustadas, além de ser perceptível o bom funcionamento do Banco Central e de suas respectivas medidas para controle do nível de preços no país. As respostas para as especulações de persistência desse ambiente considerado, ainda que minimamente, estável, seriam obtidas posteriormente, dado o decurso dos últimos anos Lula, cuja análise é o cerne deste capítulo.

A primeira grande medida tomada após o início do segundo mandato de Lula como presidente do Brasil foi a implementação do Programa de Aceleração do Crescimento, popularmente conhecido como PAC, cujo lançamento ocorreu logo em janeiro de 2007. O programa, em síntese, tratava-se de uma série de medidas com o objetivo de geração de empregos, aperfeiçoamento da política fiscal e incentivo ao investimento público em infraestrutura e investimento privado. Seu grande benefício estaria em melhorar a qualidade do gasto público e estimular o crédito e o financiamento.

Embora as expectativas dos agentes econômicos com o lançamento do PAC fossem de uma verdadeira celeridade no crescimento da economia brasileira, o Copom, ainda em janeiro, decidiu desacelerar o ritmo de redução da taxa de juros básica e a Selic passou para 13% ao ano, o que significava uma queda de 0,25 p.p em vez de 0,5 p.p como vinha sendo observado ao longo do processo de flexibilização da política monetária desde a reunião de maio de 2006. No Relatório de Inflação de Março de 2007, publicado pelo BACEN, as projeções apontavam para uma inflação de 3,9% em 2007, com margem de tolerância de dois pontos para cima ou para baixo, ainda que no início do ano a taxa de inflação fosse ascendente. Como expresso neste relatório:

A elevação das taxas de inflação ao consumidor no final de 2006 e no início de 2007 refletiu, especialmente, os reajustes em tarifas de transporte público, o aumento anual dos custos com educação e os fatores sazonais, como a elevação de preços dos alimentos *in natura* e do álcool.

Em 17 de outubro de 2007, na 130ª Reunião do Copom, ficou decidido por unanimidade que o estímulo monetário adicional deveria ser pausado, devido ao cenário macroeconômico de incerteza observado, mantendo-se a taxa Selic em 11,25% ao ano, o que freou o crescimento almejado com a execução das medidas do PAC para os meses subsequentes, mas também foi importante para não desajustar o nível de preços brasileiro. O ano terminou apresentando uma inflação efetiva de 4,46% a.a., medida pelo IPCA, ficando praticamente na meta preestabelecida pelo CMN para 2007, o que significou uma grande vitória para o BACEN desde a adoção do Regime de Metas.

As projeções para a taxa de câmbio, por sua vez, mantiveram-se em queda, dado que as esperanças eram de continuidade do ambiente favorável para as contas externas, que evoluíram no decorrer de 2007 de forma sólida e permitiram o crescimento significativo das reservas internacionais, além de melhoria na sustentabilidade externa. Para verificar a consistência nas projeções, basta observar que enquanto em 02 de janeiro de 2007 a taxa de câmbio era de R\$2,13/US\$1,00, as cotações do BACEN mostram que em 31 de dezembro do mesmo ano, a taxa de câmbio estava em R\$1,77/US\$1,00.

Quanto ao crescimento do PIB, o mercado previa um crescimento de 3,5%, mas a incorporação dos efeitos do PAC alteraram as expectativas para cima e os dados do IBGE confirmaram um crescimento de 5,7% do PIB no ano de 2007.

O mercado acionário também teve grande destaque em 2007, atingindo inclusive outras esferas da economia, “aumentando significativamente a oferta de capital de risco na economia, formando uma espécie de cadeia alimentar do investimento no país”²⁶ Mas ao mesmo tempo em que esse boom estimulava o investimento em novos negócios, os agentes não deveriam esquecer que os mercados oscilam e que ainda havia a ameaça do retorno à instabilidade macroeconômica em 2008.

²⁶ Fraga (2008, p.63).

Logo em janeiro de 2008 saiu o resultado do crescimento da economia norte-americana no ano anterior e foi uma decepção para os analistas, em virtude principalmente de um crescimento abaixo do esperado no quarto trimestre. O PIB americano cresceu apenas 2,2% no ano, o que significou o pior desempenho nos últimos cinco anos. O investimento residencial fixo despencou 23,9% só no quarto trimestre de 2007, a queda mais drástica neste setor desde 1981²⁷. E embora esse resultado não tenha afetado de imediato as decisões da economia brasileira, sinalizava que um aperto monetário estaria próximo e que a instabilidade macroeconômica estava às portas.

O processo de flexibilização da política monetária presente nas decisões do Copom desde setembro de 2005, só começou a se alterar em abril de 2008, com a elevação da taxa básica de juros da economia em 0,50 p.p., quando na reunião o Comitê entendeu que essa decisão iria contribuir para “a diminuição tempestiva do risco que se configura[va] para o cenário inflacionário e, como consequência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado”²⁸.

Na verdade, a elevação dos juros tinha muito mais relação com o crescimento da economia brasileira do que, propriamente, com a norte-americana. A questão central era que a continuidade do ritmo de crescimento – advindo, em especial, do PAC – geraria inflação e esta, por sua vez, deveria ser contida, ao revés, entretanto, do ministro Guido Mantega, o qual afirmava que o aumento salarial não causaria inflação por levar a um maior crescimento da produtividade. Alexandro Martello, em seu artigo para o portal G1²⁹, esclarece a posição de Mantega:

A preocupação do ministro Guido Mantega é com os efeitos da alta taxa de juros no câmbio, ou seja, na cotação do dólar. Juros elevados, e os brasileiros são os mais altos do mundo em termos reais (descontada a inflação), tendem a trazer recursos para aplicações financeiras no Brasil por conta da boa remuneração paga. Dólar em queda, por sua vez, gera deterioração da balança

²⁷ Dados extraídos do artigo “Crescimento da Economia nos EUA é o Menor em Cinco Anos”, publicado no G1, em 30/01/2008.

²⁸ 134ª Reunião do COPOM.

²⁹ “Copom volta a subir juros depois de quase três anos”, 16/04/2008.

comercial que, no primeiro trimestre deste ano, teve queda de 67% em seu superávit frente ao mesmo período de 2007.

De fato, o dólar recuou nos meses subsequentes, permanecendo a paridade com o dólar abaixo de R\$1,70/US\$1,00 até o início de setembro de 2008. Ainda que nesse período as exportações brasileiras tenham sido, de certa forma, prejudicadas pela baixa do dólar e o consequente encarecimento do real no mercado externo, as medidas do Banco Central visam o controle da inflação em primeira instância e, portanto, as políticas cambiais aparecem em segundo plano agregando no propósito central de estabilidade dos preços. Dessa forma, as expectativas do mercado acompanhavam as medidas do BACEN até então, como publicado no Relatório de Inflação de setembro:

O comportamento dos preços nos últimos meses, bem como as expectativas quanto à sua evolução, evidenciam que a incerteza relativa à trajetória da inflação começa a ser dissipada, ainda que persistam as pressões sobre os preços industriais no atacado e os de serviços. Essa evolução deve ser atribuída, em parte, à ação da política monetária, ainda que seja possível identificar no comportamento recente dos preços fatores pontuais relacionados a movimentos de acomodação de preços internacionais.

A crise financeira que abarcou o mundo em setembro de 2008 também atingiu o Brasil. A quebra da Lehman Brothers no dia 15 desse mês foi o estopim para o desencadeamento de uma crise sistêmica em níveis nunca vistos anteriormente, porque até a Grande Depressão em 1929 não foi vivenciada em um mundo tão grande e interligado como o de 2008. No mundo contemporâneo, os bancos têm inúmeras ligações entre si, o que faz com que fiquem expostos aos riscos uns dos outros, aglomerando-se em redes complexas. Dessa forma, o estouro da bolha imobiliária aconteceu em um ambiente no qual havia dois níveis de redes, como bem sintetiza Bolle na Carta Econômica que visava entender por que era difícil entender a crise:

Em primeiro plano estão as redes interbancárias de cada país, que conectam os mercados de crédito locais e irrigam a

economia. Em segundo, está a rede interbancária norte-americana que conecta, direta ou indiretamente, os mercados interbancários dos demais países. O mercado interbancário nos EUA é, assim, um *hub* fundamental das redes de crédito globais, razão pela qual a crise se espalhou de forma tão rápida e abrangente.

Nesse sentido, o Brasil não tinha como sair ileso dessa situação de desconforto mundial, ainda que sua conexão com o *hub* norte-americano não fosse tão intensa quanto a dos demais países envolvidos em esfera global. Na verdade, “o fio que ligou o Brasil à crise foram os empréstimos externos feitos por bancos para financiar o comércio exterior brasileiro”³⁰. Como o dólar havia recuado por um longo período em relação ao real, as importações cresceram em grande medida, mas por outro lado as exportações foram prejudicadas porque os exportadores brasileiros acabavam recebendo menos dólares a cada real vendido e, para evitar menos ganhos, eles se endividavam, adquirindo “adiantamentos de contrato de câmbio”³¹.

Com a crise, a taxa de rolagem da dívida foi reduzida abruptamente e com ela a renovação desses contratos foi suspensa, obrigando os exportadores a pagarem o que deviam. Como resultado, “o dinheiro sumiu, o mercado secou, (...), o valor do dólar disparou”³². Enquanto no início de setembro a taxa de câmbio estava abaixo de R\$1,70/US\$1,00, em novembro apresentava-se acima de R\$2,30/US\$1,00. Nesse ínterim, empresas reconhecidas, como Aracruz, Sadia e Votorantim, anunciaram prejuízos exorbitantes de suas aplicações em derivativos e mercados futuros em geral. Houve uma série de quebras e fusões no mercado brasileiro, inclusive em grandes bancos, como foi o caso Itaú-Unibanco.

No ambiente de tamanha crise financeira mundial, a questão era como o Banco Central do Brasil estava atuando para manter o bom funcionamento da economia do país. Num primeiro momento, o presidente do BACEN, Henrique Meirelles, viajou para

³⁰ Leitão (2011, p.417).

³¹ Os exportadores iam aos bancos e recebiam antecipadamente os dólares dos contratos de exportação que fechavam, aplicando-os, em seguida, em produtos financeiros que proporcionavam altos rendimentos.

³² Leitão (2011, p.418).

os EUA a fim de verificar de perto a proporção da crise e anunciou uma operação de empréstimo das reservas internacionais, as quais tinham sido acumuladas no decorrer do Governo Lula e apontavam o Brasil como um país sólido. Para a finalização da operação, duas medidas provisórias foram editadas, direcionando juridicamente como esta deveria ser feita, além de demarcar a utilização também de operações de redesconto. Quando interpelado se o Brasil estaria caminhando em direção ao céu ou ao inferno, Meirelles posicionou o país na metade do caminho e afirmou ³³:

Ao contrário da ciclotimia dominante, a verdade é que a economia brasileira não está à beira de ser varrida pela crise externa e nem 100% blindada contra ela. Tudo vai depender do sucesso de como será usado todo o arsenal de medidas preventivas e, claro, da serenidade das autoridades monetárias.

Dessa forma, para combater os efeitos da crise financeira no Brasil, o BACEN atuou exatamente como explicitou Leitão no livro “Saga Brasileira”:

Liberou 100 bilhões de reais do chamado compulsório, o dinheiro que os bancos têm que recolher ao Banco Central; estabeleceu que uma parte desse dinheiro liberado tinha que ser para comprar carteiras de bancos pequenos que estavam com dificuldade no interbancário. Vendeu 33 bilhões de dólares das reservas no mercado, mas disse que poderia vender até 50 bilhões de dólares. Fez operações de venda com cláusula de recompra de 40 bilhões de dólares. Mobilizou ao todo quase 200 bilhões de reais.

E o presidente Lula, para tranquilizar a população brasileira, em seu discurso de final de ano, afirmou:

³³ Extraído do artigo de Marcio Aith e Giuliano Guandalini, “Um perigo em cada curva”, publicado na Revista Veja de 15/08/2008.

Minhas amigas e meus amigos, posso assegurar que o Brasil não só vencerá a crise, como sairá dela mais forte. Temos todas as condições para isto. Estamos todos no mesmo barco e se remarmos juntos na mesma direção, venceremos as turbulências e prosseguiremos na rota do crescimento.

Embora o PIB tenha recuado 3,6% no trimestre encerrado em dezembro, devido à deterioração dos investimentos, das expectativas e das condições do crédito advindas dos desdobramentos da crise, o PIB brasileiro cresceu 5,1% em 2008³⁴, principalmente porque a atividade econômica nos nove primeiros meses do ano foi bastante dinâmica, ainda como resultado do PAC. A taxa de inflação com base no IPCA, por sua vez, elevou-se para 5,90% a.a., terminando acima da meta estabelecida pelo CMN, mas ainda dentro do intervalo de 2% permitido. Essa taxa poderia ter sido ainda maior se não tivesse sido contida pelas elevações da taxa básica de juros no período.

Logo na primeira reunião do Copom em 2009, houve o maior corte de juros desde 2003, com a taxa Selic sendo reduzida em 1 p.p., de 13,75% a.a. para 12,75% a.a., em virtude da grave desaceleração da economia brasileira, desde o estouro da bolha imobiliária norte-americana. O BACEN vinha seguindo uma política de manutenção dos juros em 13,75% a.a. desde setembro, mas as pressões dos empresários e do próprio Governo, atreladas ao recuo observado no emprego, na indústria e nas vendas do comércio, fizeram com que se decidisse pela redução no início do ano para motivar o crescimento econômico. O corte de juros ainda foi maior na segunda reunião do Copom, ocorrida em março de 2009. A taxa Selic foi reduzida em 1,5 p.p., para 11,25% a.a. E a redução não parou por aí. Nas reuniões subsequentes até a divulgação dos resultados econômicos do primeiro trimestre, a taxa básica de juros recuou respectivamente para 10,25% a.a. e 9,25% a.a. A novidade nesta decisão, todavia, era a de que mesmo com a redução dos juros, permaneciam as expectativas de que o BACEN conseguiria trazer a inflação para o centro da meta.

Em detrimento dos esforços do BACEN, os resultados do primeiro trimestre de 2009 vieram como uma bomba para a economia brasileira. De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, o Produto Interno Bruto sofreu redução de 1,8% neste

³⁴ Revisão do IBGE em novembro de 2010 apontou, ainda, que o crescimento do PIB foi de 5,2%.

período, apresentando resultados negativos em todos os componentes do produto, à exceção apenas do setor de serviços ³⁵.

Portanto, a redução dos juros teve que continuar, a fim de reanimar a aceleração da economia. Em julho, a taxa Selic passou para 8,75% a.a., uma redução mais branda, de 0,5 p.p., mas efetiva, dado que foi mantida até abril de 2010, quando optou-se por elevá-la para 9,50% a.a. Além disso, o Governo adotou medidas que viessem a estimular a economia, como a isenção de impostos como o IPI para carros e eletrodomésticos. Isso foi uma característica da recuperação progressiva do nível de atividade que pôde ser observada nos três últimos trimestres de 2009. O PIB apresentou aumentos respectivos de 1,4%, 1,7% e 2% e o ano terminou com um recuo anual de 0,2% ³⁶, consistente com os efeitos da crise sistêmica que ainda afetava diversos países, mas já não mais com tanta força o Brasil ³⁷. Por outro lado, a taxa de inflação medida pela IPCA não superou o centro da meta pretendido, terminando o ano em 4,31% a.a.

Sendo ano de eleição, 2010 iniciou-se com um objetivo claro para o Partido dos Trabalhadores: prosseguimento de seus membros no Governo, em especial, com a possível eleição de Dilma Rousseff como presidente da República. O até então presidente, Lula, que já não podia mais ser reeleito, teve grande motivação para se esforçar em suas decisões políticas, a fim de conquistar o maior número de votos para sua candidata. Como resultado, sua popularidade bateu recorde e Dilma foi eleita a nova presidente do Brasil, assumindo o posto em 2011. Mas 2010 teve algumas características expressivas que cabem ser ressaltadas, principalmente no que tange à economia.

Primeiramente, em março do ano pós-crise financeira mundial, o ministro Guido Mantega optou por um contingenciamento no Orçamento Público de R\$ 21,8 bilhões, anunciando dois meses depois um novo corte de gastos de R\$ 10 bilhões para combater o desequilíbrio dos preços, já que o IPCA apontava uma ascendência na taxa de inflação do Brasil ³⁸. O presidente do BACEN, Henrique Meirelles, também visando o combate

³⁵ Dados extraídos do Relatório de Inflação de Junho de 2009.

³⁶ Posteriormente revisado para uma recessão de 0,6%.

³⁷ Dados extraídos do Relatório de Inflação de Março de 2010 e dos Comunicados das Decisões do Copom à Imprensa.

³⁸ Dados extraídos do artigo de Maria Carolina Marcello e Ana Nicolaci da Costa, “Governo corta gastos de R\$ 10 bi para esfriar economia”, publicado no Uol Notícias, em 13/05/2010.

à inflação desenfreada, não criticou tal decisão, até porque os efeitos de uma política fiscal tendem a serem sentidos mais rapidamente que os de uma política monetária de corte de juros.

Nas reuniões do Copom, a partir de abril de 2010, o Comitê iniciou uma série de elevações na taxa básica de juros, com o objetivo de ratificar a necessidade de um controle mais focado para não correr o risco de a inflação voltar aos níveis exorbitantes de poucos anos atrás, já que o cenário mostrava desequilíbrio nos preços. Dessa forma, votou-se por unanimidade pela elevação da taxa Selic a 9,50% a.a. Em seguida, dando prosseguimento ao ajuste vislumbrado das condições monetárias no país, em junho a taxa de juros passou para 10,25%, mais um salto de 0,75 p.p., e em julho para 10,75% a.a., pois já era nítida uma redução dos riscos inflacionários. Assim, nos meses subsequentes até o final do ano, os juros foram mantidos nesse mesmo patamar. Mas, ainda que tenham contido um desequilíbrio extremo, os esforços do Bacen não foram suficientes para trazer a inflação ao centro da meta de 4,5% a.a., e a taxa observada em 2010 foi de 5,91%.

No âmbito cambial, para combater a valorização do real, o Ministério da Fazenda optou pelo aumento do IOF sobre aplicações estrangeiras nas aplicações de renda e fixa e pela taxação também dos que aplicam na Bovespa. No anúncio dessa medida, em outubro de 2010, Mantega afirmou: “O Brasil é hoje um país muito atraente, é um país sólido, e, além disso, oferece taxa de juro elevada. É muito difícil você segurar a valorização. O que estamos fazendo é atenuando o excesso de valorização”. E, portanto, em conjunto com o Bacen, outra medida implementada com esse mesmo fim foi o retorno à compra de dólares para as reservas internacionais. No entanto, o ano findou-se apresentando ainda real valorizado, cuja cotação em dezembro foi inferior a R\$1,70/US\$1,00 e a média anual de R\$1,76/US\$1,00, prejudicando as exportações e gerando inflação.

Quanto ao nível de atividade econômica, este foi sustentado em grande medida pelo crescimento da demanda doméstica, como retrata o Relatório de Inflação de Dezembro de 2010. Nesse sentido, o mercado de crédito contribuiu decisivamente para o financiamento do investimento e consumo, com a participação determinante do BNDES como provedor de recursos às empresas, associado ao avanço no crédito habitacional às famílias. Medidas macroprudenciais foram editadas em dezembro para mitigar os riscos neste mercado. Além disso, foi em 2010 que se iniciou a produção

comercial de petróleo da camada pré-sal em território nacional e isto foi impactante no crescimento econômico do país no ano. Assim, as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE registraram um crescimento de 7,5% no PIB brasileiro no último ano do Governo Lula, o maior desde 1986 na história do Brasil. Um crescimento memorável frente a um ano anterior de recessão.

E os anos Lula terminaram com saldo positivo de popularidade, advindos em especial do resultado do PIB no último ano. A nova presidente Dilma teria uma tarefa árdua pela frente, a de dar continuidade aos bons resultados observados pela população brasileira num balanço dos últimos oito anos, ainda que especialistas nem sempre concordem que Lula foi um presidente tão bom já que encontrou um país de certa forma estabilizado desde o princípio de seu governo. O desafio estava lançado. À Dilma, seria preciso muito esforço para manter o Brasil a bons olhos internacionais. E ao Banco Central, se fazia necessária a tomada de decisões bruscas na busca na manutenção do Regime de Metas para a Inflação.

4. Governo Dilma e Comportamento Atual do Bacen em Face ao Aumento dos Preços

No primeiro discurso de Dilma após a posse da presidência, foi assumido um compromisso com a continuação da tomada de medidas visando o crescimento da economia brasileira, que para ser alcançado precisaria da contribuição de toda a sociedade. Neste mesmo discurso, a presidente deixou claro que, atrelado ao crescimento, um dos principais objetivos em seu governo diria respeito ao controle do nível de preços, a fim de que o fantasma inflacionário vivido no findar do século XX não voltasse a assombrar o país, como explicita o seguinte trecho:

Já faz parte de nossa cultura recente a convicção de que a inflação desorganiza a economia e degrada a renda do trabalhador. Não permitiremos, sob nenhuma hipótese, que esta praga volte a corroer nosso tecido econômico e a castigar as famílias mais pobres.

Como as expectativas para o ano de 2011 apontavam para uma alta taxa de crescimento no Brasil, o Bacen – cujo novo presidente anunciado pela presidente passou a ser Alexandre Tombini a partir de janeiro – prosseguiu elevando os juros básicos da economia até julho, chegando a Selic à 12,50% a.a. nesse período. Dessa forma, os resultados do primeiro trimestre apresentaram um crescimento de 1,3% em relação ao trimestre anterior, segundo dados do IBGE, pois a atividade econômica continuou se expandindo, ocasionada pelo alargamento do consumo das famílias e a retomada do produto industrial brasileiro. A projeção para os meses subsequentes era de continuidade, mas de forma menos intensa que no ano de 2010, dado que seriam sentidos os efeitos das medidas macroprudenciais adotadas e da política monetária realizada pelo Bacen.

Com o emergir da crise econômica europeia, veio à tona novamente um ambiente de incerteza quanto à economia em nível global. Num mundo globalizado como o contemporâneo, o endividamento europeu trouxe instabilidade para diversos países que mantêm relação, como é o caso do Brasil, deteriorando as perspectivas e esfriando

parcialmente a atividade econômica do país. Analisando um cenário alternativo, entretanto, de acordo com a Ata da 161 reunião do Copom, realizada em agosto de 2011, sob a perspectiva de um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico de médio porte, os efeitos da crise europeia seriam mais brandas no Brasil que o impacto da crise financeira de 2008/2009, cerca de um quarto mais especificamente:

Supõe-se que a atual deterioração do cenário internacional seja mais persistente do que a verificada em 2008/2009, porém, menos aguda, sem observância de eventos extremos. Nesse cenário alternativo, a atividade econômica doméstica desacelera e, apesar de ocorrer depreciação da taxa de câmbio e de haver redução da taxa básica de juros, entre outros, a taxa de inflação se posiciona em patamar inferior ao que seria observado caso não fosse considerado o supracitado efeito da crise internacional.

Nesse sentido, o Copom decidiu por reduzir a taxa Selic para 12% a.a., reiterando que a orientação para tal decisão permanece sendo o Regime de Metas para a inflação.

No segundo trimestre de 2011, o PIB cresceu 0,8% em relação ao trimestre anterior, de acordo com os dados do IBGE, destacando-se como maior contribuição o setor de serviços que apresentou crescimento de 0,8% nesse período. Por sua vez, o câmbio valorizado ajudou a elevar a quantidade de produtos importados que adentraram no país, como “máquinas e equipamentos, indústria automotiva, minerais não metálicos, produtos químicos, e têxteis e vestuário”³⁹, mas o resultado já mostrava um ritmo de desaceleração no nível de atividade econômica, devido à volatilidade e instabilidade que já se sentia na economia, com projeção de moderação no varejo, no setor de serviços e na indústria nos próximos meses. Como o risco para a estabilidade econômica brasileira aumentou, em virtude da deterioração de economias de países desenvolvidos da Europa, as decisões do Copom sobre a taxa básica de juros se mantiveram em queda, optando-se pela redução da taxa Selic em 0,5 p.p., para 11,50% a.a. na reunião feita em outubro, e 11,00% em novembro de 2011.

³⁹ Extraído da nota do IBGE referente ao crescimento do PIB brasileiro no segundo trimestre de 2011.

Como manchete desanimadora em muitos jornais, o resultado da estagnação do PIB no terceiro trimestre foi anunciado como o pior desempenho da atividade econômica brasileira desde o início de 2009, denotando os efeitos do agravamento do cenário internacional. Eram os primeiros efeitos dos esforços do Bacen para conter a inflação, pois para isso a economia deveria moderar seu crescimento. Como mostram os dados do IBGE, nesse ínterim, as importações sofreram uma redução de 0,4% comparado ao trimestre antecedente e as exportações apresentaram uma elevação de 1,8%. Esse foi um dos poucos fatores que contribuíram para que o resultado não fosse ainda pior.

Em prosseguimento ao momento instável vivido internacionalmente, o ano de 2011 terminou com as marcas de uma economia volátil e dependente das relações exteriores. O Produto Interno Bruto exibiu uma ligeira recuperação da atividade econômica no quarto trimestre, com um crescimento de 0,3% em relação ao terceiro trimestre. No entanto, em comparação aos anos anteriores, em especial ao ano de 2010, o crescimento da economia brasileira em 2011 foi baixo, totalizando 2,7%. Em grande medida, isso ocorreu devido à crise internacional e da restrição no mercado de crédito, o que afetou principalmente o consumo das famílias ao longo do ano. Como exposto no Relatório de Inflação publicado em Março de 2012 pelo Bacen:

Esse desempenho era esperado em função das ações de política implementadas no final de 2010 e início de 2011, mas foi potencializado pela deterioração do ambiente internacional no segundo semestre do ano passado. As perspectivas para 2012 apontam aceleração ao longo do ano, expressas na projeção de crescimento anual de 3,5% do PIB.

A taxa de inflação, por sua vez, apontou um crescimento de 6,50% no nível de preços do Brasil em 2011, fechando o ano exatamente no teto da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. E a taxa de câmbio para o ano em questão, segundo estimativa do pesquisador do IPEA, Emerson Marçal, esteve 38,2% acima de seu equilíbrio, o maior percentual desde 1980. Portanto, os esforços para 2012 giravam em torno de uma recuperação do crescimento econômico e, simultaneamente, de uma

redução da inflação efetiva no país e da valorização da taxa de câmbio para que a mesma pudesse se reaproximar de seu ponto de equilíbrio.

Dessa forma, seguindo com o processo de ajuste das condições monetárias, o Governo decidiu pelo retorno à redução e isenção do IPI, a fim de estimular o consumo doméstico, além do Copom optar por mais redução na taxa Selic, durante todo o ano de 2012, com o intuito principal de incentivar o mercado de crédito para acelerar o crescimento econômico.

Como as expectativas para a expansão da atividade econômica no decorrer do ano que se iniciava eram vistas como favoráveis pelo Copom, na primeira reunião de 2012 ficou estipulado que a taxa de juros básica sofresse nova redução e a taxa Selic passou a ser de 10,50% a.a., sem viés. De acordo com o próprio Comitê, tal redução foi beneficiada pelo “aumento da oferta de poupança externa e a redução de seu custo de captação”⁴⁰. Por conseguinte, das as perspectivas de recuperação das economias europeias, as reuniões de março, abril e maio apresentaram redução da taxa Selic para 9,75%, 9,00%, 8,50% a.a., respectivamente.

No primeiro trimestre de 2012, o PIB cresceu 0,1% em relação ao último trimestre de 2011, uma ligeiríssima recuperação no crescimento da atividade econômica do país. O mercado de trabalho favorável e a intensificação do consumo das famílias brasileiras contribuíram para que a economia apontasse uma recuperação gradual nos primeiros meses do ano. No entanto, o desempenho da economia no decorrer dos meses subsequentes resultaram em um crescimento pífio da atividade econômica no Brasil, de apenas 0,9% em 2012, ficando abaixo das expectativas para o ano.

Quanto ao câmbio, o ano de 2012 apresentou volatilidade na paridade do real com o dólar. A taxa de câmbio no início do ano estava na faixa de R\$1,85/US\$1,00 e a partir de maio começou a girar em torno de R\$2,00/US\$1,00, coerente com os objetivos do Governo, dado que o ministro Mantega afirmou que não seria bom para o desempenho econômico que o dólar estivesse abaixo de R\$ 2,00, a fim de atrair capital para a produção interna e reduzir o espaço para a atuação de capital especulativo. Essa desvalorização do real frente ao dólar favoreceu as exportações nos trâmites de comércio exterior, como foi explicitado na reunião do Copom de janeiro de 2013:

⁴⁰ Ata da 164 Reunião do Copom, realizada em 17 e 18/01/2012.

No que se refere ao comércio exterior, houve expansão de 0,2% nas exportações e recuo de 6,5% nas importações, ambos na margem. Em particular, as vendas externas para Argentina, União Europeia e Japão foram impactadas negativamente pela fragilidade da atividade econômica nessas regiões. A balança comercial brasileira registrou superávit de US\$2,3 bilhões em dezembro, resultado de exportações de US\$19,7 bilhões e importações de US\$17,5 bilhões. E as reservas internacionais no conceito de liquidez, que abrange as linhas com recompra, totalizaram US\$378,6 bilhões em dezembro, com elevações de US\$54 milhões no mês e de US\$26,6 bilhões na comparação com o final de 2011.

No que tange à inflação, as reduções da taxa de juros básica ao longo de 2012 não foram empecilho para que a variação no nível de preços não ultrapassasse os limites preestabelecidos para a mesma, apresentando uma taxa efetiva de 5,84% no ano ⁴¹. Comparado ao ano de 2011, pode-se observar que a inflação aparentava estar retornando ao centro da meta de 4,5%, mas isso ocorreria paulatinamente. O fato é que a economia global continuava enfrentando um período de incertezas e o Banco Central não poderia deixar de implementar políticas monetárias que visassem o controle inflacionário e a estabilidade da economia brasileira.

O ministro da Fazenda, Guido Mantega, afirmou que, mesmo abaixo do esperado, foi possível perceber o recobrimento da atividade econômica em 2012, já que as taxas de crescimento observadas foram progressivamente sendo aumentadas ⁴². “Foi um ano de PIB mais baixo, porém em uma trajetória positiva, uma trajetória de aceleração que vai continuar e nos levar aos objetivos de crescimento que nós estabelecemos para o Brasil”, disse o ministro Mantega em análise da economia brasileira.

Mesmo com expectativas dos agentes apontando para um aumento de 1% na economia com base no primeiro trimestre de 2013, os resultados apresentados pelo

⁴¹ Inflação medida pelo IPCA. Dados divulgados pelo IBGE.

⁴² As taxas de crescimento trimestral do PIB no Brasil ao longo de 2012 de 0,1%, 0,3%, 0,4% e 0,6% em relação aos trimestres anteriores, respectivamente.

IBGE evidenciaram que o PIB brasileiro cresceu apenas 0,6% nesse primeiro trimestre em relação ao trimestre anterior. Fatores essenciais para esse resultado foram, sob a ótica da oferta, a expansão da agropecuária em 9,7% e, sob a ótica da demanda, o aumento de 4,6% na formação bruta de capital fixo ⁴³.

Por outro lado, a taxa de inflação observada nos primeiros meses de 2013 foi significativamente elevada, na qual a alimentação e o setor de serviços foram os principais influenciadores para o resultado. Nesse momento, o tomate virou um símbolo de representação do alto nível de preços em que se encontrava a economia brasileira, pois sofreu um reajuste médio de 60% apenas analisando os três primeiros meses do ano. “Em relação a igual período do ano passado, o aumento passou de 120%, e o quilo bateu nos 10 reais” ⁴⁴. E, então, o alimento virou piada em âmbito nacional.

Na verdade, esse aumento gerou uma discussão sobre a possibilidade do Bacen estar tolerando um nível de preços maior, deixando em segundo plano os parâmetros do Regime de Metas para a Inflação, pois as decisões de taxa de juros para um ambiente de alta inflação normalmente eram de elevações e o Bacen permaneceu até abril com a posição de manter a Selic em 7,25% a.a., quando enfim decidiu pela elevação de 0,25 p.p. na taxa de juros, para uma Selic em 7,50% a.a. Como mostra trecho da ata da reunião de março, o Comitê estava receoso em tomar medidas extremas para o controle inflacionário que atingissem o crescimento econômico, já que o PIB de 2012 não foi muito motivador:

O Copom avalia que a maior dispersão recentemente observada de aumentos de preços ao consumidor, pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência. Embora essa dinâmica desfavorável possa não representar um fenômeno temporário, mas uma eventual acomodação da inflação em patamar mais elevado, o Comitê pondera que incertezas remanescentes – de origem externa e interna – cercam

⁴³ Relatório de Inflação de Junho de 2013. Dados do IBGE.

⁴⁴ Extraído do artigo “Sim, eu posso... Mas a inflação pode mais”, de Ana Luiza Daltro e Adriano Ceolin, publicado na Revista Veja, em 17/04/2013.

o cenário prospectivo e recomendam que a política monetária deva ser administrada com cautela.

Entretanto, a posição nas reuniões que se seguiram já mostrava o retorno à medida tradicional de combate à inflação, o aumento da taxa de juros. O “agir com cautela” tendo em vista a aceleração do crescimento, já que para muitos estudiosos uma pequena parcela de inflação auxilia neste quesito, começou a ser revertido por uma percepção de que no longo prazo a inflação acaba por reduzir as perspectivas de expansão da economia, principalmente porque inflação alta significa redução de poder de compra dos consumidores e inibição dos investimentos no setor produtivo ⁴⁵. Essa visão é percebida na ata da reunião de maio de 2013:

O Copom considera que o nível elevado de inflação e a dispersão de aumentos de preços – a exemplo dos recentemente observados – contribuem para que a inflação mostre resistência. Nesse contexto, inserem-se também os mecanismos formais e informais de indexação e a piora na percepção dos agentes econômicos sobre a própria dinâmica da inflação. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, faz-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo seja revertido. Para tanto, o Comitê entende ser apropriada a intensificação do ritmo de ajuste das condições monetárias ora em curso.

O ciclo de elevação dos juros iniciado, ainda que tardiamente, fez com que a inflação sofresse um leve arrefecimento desde então. Nas reuniões seguintes – entre as quais a última ocorreu em novembro do ano corrente e ficou deliberado um aumento de 0,5 p.p. em relação à da reunião anterior, retornando ao patamar de 10,00% a.a. – a decisão do Comitê foi sempre pela elevação dos juros, porque o centro da meta não poderia deixar de ser o objetivo principal da política monetária nacional. Como

⁴⁵ Extraído do artigo “Um Falso Dilema”, de Marcelo Sakate, publicado na Revista Veja, em 24/04/2013.

consequência, o requisito de transparência advinda das decisões do Bacen quanto à economia brasileira voltou à tona, como expõe Bolle, no artigo “Cantando na Chuva”:

Foram-se as referências duvidosas sobre uma maior potência da política monetária que ninguém consegue medir. Já não se fala mais na esotérica taxa de juros real neutra, que ninguém sabe em que nível está. Ficou um discurso condizente com a realidade do País: uma economia que cresce pouco, com uma inflação obstinada e uma postura fiscal incongruente.

A volta à consistência nas decisões do Copom, dessa forma, só reforça a verdadeira missão pela qual o Banco Central do Brasil existe e atua: assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente ⁴⁶.

⁴⁶ Conforme missão divulgada no site do Bacen.

Conclusão

O Banco Central do Brasil, que continuou seguindo o regime de metas para a inflação na última década, obteve como resultado de suas medidas de política econômica uma inflação efetiva anual sempre em torno da meta, oscilando entre as bandas permitidas de dois pontos percentuais para cima ou para baixo no decurso dos Governos Lula e Dilma. A política monetária teve um grau de eficiência elevado, o que foi conseguido com a contribuição de uma taxa de câmbio bem comportada em quase todo o período.

O término do Governo Lula, em 2010, deixou como legado para a próxima presidente o desafio de reduzir o nível de preços, que já exibia indícios de elevação, além de tentar conciliar crescimento com baixa taxa de inflação, o que seria um desafio e tanto, já que o objetivo era conseguir êxito a juros baixos – quase uma contradição. Além disso, os anos que antecederam a posse de Dilma em 2011 foram marcados pela descoberta do pré-sal em território nacional, pela crise financeira advinda do estouro da bolha imobiliária norte-americana que envolveu o mundo em 2008/2009 e pelo anúncio do Brasil como sede da Copa do Mundo de 2014 e das Olimpíadas de 2016. Todas essas particularidades emergiram como um desafio à nova presidente que assumiu o Governo em 2011.

O que pode ser observado nos dois últimos anos, no entanto, é que a meta fixada não está sendo atingida, o IPCA não esteve em nenhum momento abaixo do centro da meta de 4,5%, embora não tenha ultrapassado (ainda) os limites permitidos, mas o Banco Central, que no início de 2013 parecia não estar querendo tomar medidas severas no combate ao reajuste dos preços, a partir de meados do ano voltou a exercer plenamente a sua função principal de mantenedor da estabilidade econômica através de consecutivas elevações da taxa de juros.

Ao realizar uma análise do que é exposto nas reuniões do Comitê de Política Monetária, é possível observar que em cada uma delas o cerne da discussão é a continuidade do Regime de Metas, pois o mesmo tem assegurado o desenvolvimento da economia brasileira ao longo dos anos de modo a manter o nível de atividade econômica no país em crescimento, ainda que nem sempre em ritmo tão acelerado.

No período abordado na presente monografia, que abrange os anos 2004 a 2013, o Brasil passou, praticamente ileso, pelas duas crises financeiras de âmbito global: a crise dos *subprimes* norte-americanos de 2008/2009 e a crise europeia de 2010. Isso é mais uma prova de que o Bacen tem utilizado de forma eficiente as políticas que lhe estão disponíveis dadas as condições econômicas. Para a tomada de decisões sobre as políticas monetárias e cambiais em face ao aumento dos preços, o Copom sempre avalia que a sua contribuição deve visar a a estabilidade macroeconômica no longo prazo. Nesse sentido, portanto, cabe ressaltar que nas atas das reuniões do Copom aparece a seguinte transcrição explicativa:

Riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro.

E para manter os tais riscos baixos, é preciso utilizar as medidas de política monetária que mantenham a inflação baixa, pois o contrário só gera prejuízos ao crescimento da economia e do emprego no decorrer dos anos.

Dessa forma, a questão problemática da inflação é que ela é muito mais que simples aumento de preços, significa perda de poder de compra, o que recai sobre o consumo e, conseqüentemente, sobre as transações internacionais e crescimento econômico. Segundo o economista ganhador do Prêmio Nobel, Christopher Albert Sims, “a política monetária pode trazer a inflação para baixo no curto prazo, mas se não há política fiscal apoiando, não funciona permanentemente”. E já não restam dúvidas, inflação só pode ser combatida com aumento de juros, redução de gastos públicos e aperto no crédito.

Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez anos de metas para a inflação: 1999-2009**. Brasília: BACEN, 2011.

_____. **Sistema de metas para a inflação**. Brasília: BACEN, maio 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SISMETAS>>. Acesso em: 06 mai. 2013.

_____. **Câmbio e capitais estrangeiros**. Brasília: BACEN, maio 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?CAMBIO>>. Acesso em: 06 mai. 2013.

DALTRO, Ana Luiza; CEOLIN, Adriano. Sim, eu posso... Mas a inflação pode mais. **Veja**, ano.46, n.16, p.48-55, 17. abr. 2013.

CARNEIRO, Dionísio Dias; MODIANO, Eduardo. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

CARNEIRO, Dionísio Dias; MODIANO, Eduardo. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

GIAMBIAGI, Fabio *et al.* **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

IBGE. **Índices de preços ao consumidor**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/ipca-inpc_201304.shtm>. Acesso em: 09 mai. 2013.

LEITÃO, Miriam. **Saga brasileira: a longa luta de um povo por sua moeda**. 4. ed. Rio de Janeiro: Record, 2011.

MODIANO, Eduardo. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). **A ordem do progresso**: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

OKUBARO, Jorge J. **Fim da tolerância inflacionária?**. São Paulo, 15 abr. 2013. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias>>. Acesso em: 29 abr. 2013.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, juros e instituições financeiras**: Regime Jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PAULA, Marilene de. **“Nunca antes na história desse país”...?**: um balanço das políticas do governo Lula. Rio de Janeiro: Fundação Heinrich Boll, 2011.

ROSAS, Rafael. Desemprego baixo com inflação não é bom, diz Prêmio Nobel. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 09 mai. 2013. Brasil, p. A3.

SAFATLE, Claudia. Banco Central não vai pegar o mercado pela mão. **Valor Econômico**, Brasília, 09 mai. 2013. Finanças, p. C2.

SAKATE, Marcelo. Um falso dilema. **Veja**, ano.46, n.17, p.72-73, 24. abr. 2013.