



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**

**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**EVIDÊNCIAS SOBRE O CARÁTER DO MANDATO DO BANCO  
CENTRAL DO BRASIL NO PERÍODO 2011 E 2012**

**BRUNNO HENRIQUE SIBIN**

**Campinas, junho de 2013**

**BRUNNO HENRIQUE SIBIN**

**EVIDÊNCIAS SOBRE O CARÁTER DO MANDATO DO BANCO  
CENTRAL DO BRASIL NO PERÍODO 2011 E 2012**

Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação da Prof<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup> Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti

**Campinas, junho de 2013**

## SUMÁRIO

Introdução	4
Capítulo 1 – Análise do Regime de Metas de Inflação	6
1.1    Arcabouço Teórico	6
1.1.1    Novos Clássicos	7
1.1.2    Novos Keynesianos e o Novo Consenso	9
1.1.3    Debate sobre a Independência e Transparência do Banco Central	11
1.1.4    Keynes e os Pós-Keynesianos	13
1.2    Regime de Metas de Inflação no Brasil	15
1.2.1    Aspectos Institucionais	16
1.2.2    Problemas na condução do Regime de Metas de Inflação no Brasil	18
Conclusões	22
Capítulo 2 – Análise do mandato do Banco Central (2003-2010)	24
2.1    Introdução: O governo Lula e a transição conservadora	24
2.2    A evolução da Política Monetária (2003-2010)	25
2.3    Impactos da Política Monetária no ambiente econômico (2003-2010)	40
Conclusões	47
Capítulo 3 – Análise do mandato do Banco Central (2011-2012)	49
3.1    Introdução: O governo Dilma e a linhagem desenvolvimentista em ação	49
3.2    A evolução da Política Monetária (2011-2012)	50
3.3    Impactos da Política Monetária no ambiente econômico (2011-2012)	60
Conclusões	65
Considerações Finais	66
Referências Bibliográficas	73

## INTRODUÇÃO

A adoção do regime de metas de inflação tornou-se o principal norteador de política monetária de diferentes bancos centrais a partir do início dos anos 90, seja nos países do centro ou da periferia. Sua concepção se baseia em anunciar de maneira previa uma meta para a inflação em um determinado prazo e no estabelecimento, por parte do Banco Central, de um compromisso para a manutenção da meta fixada.

A partir de 1999, o Brasil passou a conduzir sua política monetária a partir do arcabouço do regime de metas inflacionárias, no contexto de fortes desvalorizações do real em função de ataques especulativos, num cenário externo desfavorável caracterizado por elevada aversão aos riscos. O novo regime monetário tinha por objetivo substituir a âncora cambial, vigente na primeira fase do Plano Real, entre 1995 e 1998.

Durante o período de implantação do Plano, a política monetária era conduzida com o objetivo de controlar o volume das reservas internacionais. As elevadas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos somadas à fragilidade da recém conquistada estabilidade de preços eram frequentemente apontadas como principais justificativas para a excessiva rigidez monetária. Além disso, a política fiscal entre 1995 e 1998 era assinalada como uma das causas dessa rigidez (Modenesi, 2012).

Assim, o novo regime seria caracterizado por um sistema que, por meio de regras simples e automáticas de manejo das taxas de juros, bem como a livre flutuação da taxa de câmbio, pretende influenciar o nível de demanda e as expectativas dos agentes (Fahri, 2004).

Formou-se um amplo consenso entre os economistas da corrente principal de que esse regime seria a melhor alternativa de prática da política monetária, sendo a busca pela estabilidade dos preços o objetivo maior a ser alcançado. Nesse contexto, os demais objetivos de política econômica continuariam a ter caráter subordinado, sendo desconsiderados, portanto, as implicações sobre o nível da atividade econômica e sobre o emprego.

A combinação de um regime de metas de inflação com um regime de câmbio flutuante em um contexto de moeda não conversível, no entanto, pode-se mostrar extremamente problemática, o que exige que a política monetária, no caso brasileiro, passe a enfrentar objetivos múltiplos, não restritos a estabilidade dos preços.

Entendendo a necessidade de que a atuação do Banco Central se comprometa não apenas com a manutenção da estabilidade dos preços, mas também com o crescimento econômico e que, para tal, na execute a política monetária de forma junto com as demais

políticas, é que esse estudo se propõe a investigar o mandato do Banco Central nos anos de 2011 e 2012 e procurar evidências se a gestão durante o período trouxe consigo uma alteração nas estratégias de política monetária executadas pelo Banco Central.

A hipótese inicial que norteou a execução da pesquisa, formulada a partir de uma série de evidências, nos leva a admitir a existência de um processo de ruptura em relação ao viés anticrescimento observado no mandato do Banco Central entre 2003 e 2010 e que a gestão da política monetária nos anos de 2011 e 2012 demonstra procurar a conciliação da busca da meta inflacionária estabelecida anualmente, com a importância da condução da política monetária de modo não autônomo ao que se observa no lado real da economia.

A base fundamental que coordenou a organização do trabalho teve por fonte a análise do discurso por parte do Banco Central, seja pelo comunicado divulgado nas atas das reuniões do Copom ou então dos relatórios de inflação divulgados trimestralmente. Entendendo que a comunicação com os agentes é um dos pilares fundamentais que estrutura a organização do Regime de Metas de Inflação, em função do poder existente na formação de expectativas dos agentes na economia, foi principalmente por essa via que se estruturou a argumentação ao longo do texto.

O presente trabalho é composto por três capítulos. O primeiro, que se inicia a seguir, tem como intuito apresentar uma discussão geral acerca do regime de metas de inflação, partindo das diversas contribuições teóricas que justifiquem sua constituição; o papel que o Banco Central deve desempenhar na condução da política monetária; e, por fim, o entendimento dos aspectos institucionais do regime implantado no Brasil e os problemas que tem surgido em consequência do formato de condução dos instrumentos de política monetária, exclusivamente voltado para a estabilidade dos preços.

Os capítulos seguintes têm caráter mais empírico, procurando analisar o comportamento do Banco Central desde a adoção do regime de metas de inflação. O segundo capítulo focará na análise do mandato do Banco Central durante a gestão de Henrique Meirelles entre 2003 e 2010, observando de que maneira foram conduzidos os instrumentos de política monetária, seus principais objetivos e as consequências para a economia brasileira.

No capítulo final, de modo análogo, parte-se do mandato atual do Banco Central, que tem Alexandre Tombini na gestão, destacando o período que vai de 2011 até o final de 2012 e procura-se identificar continuidades e rupturas em relação ao mandato anterior, com o intuito de avaliar se o viés anticrescimento observado anteriormente tenha deixado de existir.

## **1. ANÁLISE DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Esse capítulo busca recuperar o arcabouço teórico que deu origem ao chamado “novo consenso macroeconômico”, que nasceu por conta da combinação de questões tratadas pelas correntes denominadas novos-clássicos e novos-keynesianos. Trazem-se as contribuições teóricas de cada uma dessas correntes, de modo a compreender a gênese da formulação do regime de metas de inflação.

Procura-se oferecer também a contribuição do pensamento denominado pós-keynesiano, escola de pensamento que mais se manteve fiel ao ideário keynesiano, como forma de registrar a importância que Keynes atribuía à política monetária resgatando seus estudos sobre a moeda e os arranjos institucionais monetários e financeiros que desempenham papel crucial no desenvolvimento das economias capitalistas.

Após a discussão teórica, far-se-á a exposição dos aspectos institucionais referentes ao regime de metas de inflação no Brasil, bem como o apontamento de eventuais problemas relativos à sua condução, além de suas limitações.

### **1.1 ARCABOUÇO TEÓRICO**

O regime de metas de inflação, adotado em mais de 20 países entre desenvolvidos e em desenvolvimento, é apontado por muitos autores como o melhor arranjo de regime monetário, pois permitiria estabilizar e manter a estabilização de preços sem apresentar problemas característicos dos demais regimes (Neves, 2007).

Desde a última década do século passado, o regime de metas de inflação tornou-se a principal estratégia dos bancos centrais na condução da política monetária. O regime apoia-se no anúncio prévio de uma meta numérica para a inflação em prazo predeterminado e no compromisso explícito do banco central com o cumprimento da meta fixada. O regime de metas de inflação comporta, porém, diversos formatos institucionais, com distintos graus de flexibilidade para a ação dos bancos centrais ante as flutuações do crescimento econômico (Freitas, 2009).

O debate conceitual acerca da condução da política monetária aponta a possibilidade de atuação do Banco Central de forma discricionária ou por meio de regras. No primeiro caso, os bancos centrais utilizam livremente seus instrumentos levando em consideração a conjuntura econômica e os objetivos de política macroeconômica. No segundo caso, a

utilização dos instrumentos está subordinada a uma regra explícita a ser perseguida, sem levar em consideração o ciclo de negócios. A opção pela definição de regras fundamenta-se na crença de que o sistema econômico é autorregulado, é basicamente estável e tende ao equilíbrio (Freitas, 2009).

### **1.1.1 NOVOS CLÁSSICOS**

A Escola Novo-Clássica, também conhecida como Escola das Expectativas Racionais, surgiu no final da década de 1970 como uma dissidência da contra-revolução monetarista lançada por Milton Friedman nos anos 1960 em reação à hegemonia do pensamento keynesiano-neoclássico no pós-guerra. Embora essa escola estivesse em sua origem vinculada ao monetarismo e dele derivem várias de suas hipóteses, como a adesão à Lei de Say e à neutralidade da moeda no longo prazo, diferencia-se em vários aspectos dessa corrente, sobretudo, em refinamento metodológico e teórico e em proposições de política econômica (Freitas, 2005).

A teoria novo-clássica funda-se em quatro pilares: equilíbrio contínuo de mercado, com salários e preços reais flexíveis; hipótese de expectativas racionais; neutralidade da moeda e existência de viés inflacionário na política econômica que gera inconsistência intertemporal (Freitas, 2005).

O primeiro pilar indica que a economia estará sempre em seu nível ótimo de equilíbrio, no qual a oferta e a demanda se igualam, como resultado dos procedimentos de otimização individual dos agentes (trabalhadores, firmas, consumidores). Em caso de choques exógenos, a economia se autoajusta, sem a necessidade de intervenção de políticas (Freitas, 2009).

O segundo pilar afirma que os agentes econômicos racionais maximizam as informações disponíveis para formar suas expectativas sobre o comportamento futuro das variáveis relevantes, agindo como se tivessem conhecimento de como a economia funciona e não cometendo erros sistemáticos. O desemprego é sempre voluntário e, na ausência de políticas-surpresa, estará no seu nível natural (Freitas, 2009).

Daí deriva o terceiro pilar que afirma que a variação na quantidade de moeda não produz nenhum efeito permanente sobre o nível de produção e de emprego, nem no curto nem no longo prazo. A elevação na quantidade de moeda ofertada só resultaria em aumento do nível de preços (Freitas, 2009).

O quarto pilar preconiza a existência de um viés inflacionário na política macroeconômica, viés este associado à existência de ciclos políticos eleitorais. Para atingir resultados de curto prazo que viabilizem sua permanência no poder, em sociedades democráticas, os políticos adotam medidas inconsistentes, como a ampliação da oferta de moeda e/ou a redução da taxa de juros para reduzir o desemprego (Freitas, 2009).

Para essa escola, os agentes são racionais e antecipam qualquer intervenção governamental na economia, neutralizando seus efeitos. Assim, todo e qualquer agente sabe que uma maior oferta monetária provocará inflação tal como sugere a Teoria Quantitativa da Moeda. A decisão do governo em ampliar a oferta de moeda representa apenas uma mensagem de que os preços e salários irão aumentar o que acarretará a elevação da inflação. Então os agentes se antecipam, elevando preços e salários, mas nada ocorre em termos do nível da produção e do emprego (Freitas, 2005).

Apenas ao adotar políticas monetárias que surpreendam os agentes, o governo provocaria efeitos reais na economia. A surpresa seria causada pela introdução de alguma nova variável ou alteração expressiva na magnitude das variáveis já existentes. Por exemplo, maior expansão monetária pode reduzir o desemprego no curto prazo, porém à custa de inflação. Todavia, tudo o que o governo consegue na prática é confundir os agentes e provocar distorções no curto prazo, em função dos erros de previsão. Uma vez compreendido o erro, os agentes racionais reajustariam suas posições e a taxa de desemprego corrente voltaria a ser igual à taxa de desemprego natural (Carvalho et. ali, 2000, *apud* Freitas 2005). Portanto, a inovação dos novos clássicos é a neutralidade da moeda no curto prazo, resultado alcançado por meio da introdução das expectativas racionais. Vale notar que os efeitos do curto prazo se dissipariam e os agentes aprenderiam com os erros.

Assim, a Escola Novo-Clássica defende a tese de que o governo não deve utilizar a política monetária de forma discricionária. Esta deve basear-se em regras claras e conhecidas, para evitar um ambiente de incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo. Na ausência dessas regras, há riscos de gerar expectativas nervosas que têm como consequência a inflação (Freitas, 2005).

Em outras palavras, da hipótese da neutralidade da moeda, os economistas novo-clássicos derivam duas proposições de política. Em primeiro lugar, a política monetária deve ter como objetivo exclusivo e explícito a busca da estabilidade dos preços, a partir de regras claras e conhecidas. Lucas (1973 *apud* Neves 2007), ao analisar uma amostra de 18 países, reforça o argumento da neutralidade da moeda ao não encontrar associação entre a taxa média de crescimento real e a taxa média de inflação, o que seria consistente com a taxa natural de

desemprego. Portanto, para os novos-clássicos, a autoridade monetária deve conduzir a política monetária de forma clara e convincente para que se obtenha o controle da inflação sem custos para a sociedade.

Em segundo lugar, o banco central deveria ser independente vis-à-vis o Poder Executivo para formular e executar a política monetária, o que evitaria desconfianças em relação ao comportamento do governo e asseguraria a credibilidade da política monetária (Freitas, 2005).

### 1.1.2 NOVOS-KEYNESIANOS E O NOVO CONSENSO

Surgiu nos anos 80 uma nova escola de pensamento econômico como reação aos novos clássicos, que buscou partir de proposições macroeconômicas keynesianas e sustentá-las através de fundamentos microeconômicos: os novos-keynesianos.

Os novos-keynesianos se constituem como uma corrente crítica ao equilíbrio walrasiano sem significar, contudo, um rompimento com a ortodoxia. Diferente da visão prevalente até então no *mainstream*, esta nova escola considera que existem falhas de mercado devido à rigidez nos preços e salários, sendo que no mercado financeiro as falhas são decorrentes da assimetria de informação. Assim, o objetivo dos membros da corrente novo-keynesiana era a construção de uma teoria coerente de oferta agregada onde a rigidez nos preços e salários pudesse ser racionalizada, através do fornecimento de microfundamentos aceitáveis<sup>1</sup> (Snowdon e Vane, 2005).

Reside na questão dos microfundamentos uma diferença importante entre a construção teórica novo-clássica e novo-keynesiana. Os primeiros partem do agente microeconômico – que, em concorrência perfeita, maximiza lucro, utilidade e informações - para construir a macroeconomia, o que leva a resultados que apontam para a inexistência de problemas macroeconômicos, como o desemprego involuntário e a não neutralidade da moeda. De outro lado, e adotando caminho inverso, os novos-keynesianos partem da constatação de que existem problemas macroeconômicos e, a partir daí, submetem os microfundamentos à macroeconomia, e não o contrário. O desafio teórico passou a ser investigar problemas como

---

<sup>1</sup> Nas palavras de Snowdon e Vane (2005): "This fundamental metamorphosis continues, with new Keynesian theorists rebuilding and refining the foundations of Keynesian economics in line with modern developments in microeconomic and macroeconomic theory. By emphasizing a variety of imperfections in the labour, product and capital markets, new Keynesian economics is viewed by its advocates as an 'exciting' and 'dynamic research programme' (Stiglitz, 1992). To the critics, new Keynesians have achieved little more than reintroduce 'old wine in new bottles'."

rigidez de preços e salários e/ou imperfeição de informações, os quais, numa estrutura de concorrência imperfeita, impediam o perfeito funcionamento dos mercados, desviando a economia do seu equilíbrio walrasiano (Deos, 1999).

Os resultados tradicionalmente apresentados pelos modelos novo-clássicos estimularam novas respostas keynesianas por conta da premissa básica que assentou a nova abordagem, de que as economias modernas deveriam ser vistas como imperfeitamente competitivas (Deos, 1999).

Para os novos-keynesianos, então, ao contrário dos novos clássicos, a política monetária tem efeito sobre variáveis reais no curto prazo em virtude da existência de imperfeições no mercado que promovem a rigidez de preços e salários, o que permite a manutenção dos preços mesmo diante de um choque de demanda. Desta forma, a moeda só é neutra no longo prazo (Neves, 2007).

Em desenvolvimentos teóricos posteriores, as regras claras e conhecidas assumiram a forma de uma meta de crescimento máximo da inflação, à qual todas as demais variáveis macroeconômicas estariam subordinadas. A adoção do mecanismo de meta de inflação reforçaria a independência operacional do banco central. Ao mesmo tempo em que o compromisso do banco central independente com uma meta explícita de inflação máxima serviria de âncora para as expectativas dos agentes racionais (Freitas, 2009).

Passou a se tornar amplamente aceito, entre os economistas a partir da década de 90, que a moeda tem impacto no curto prazo sobre a produção e o emprego, mantendo, porém, sua neutralidade no longo prazo. De acordo com esse novo consenso, dada a existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental, que se traduz em política temporalmente inconsistente, o regime de meta de inflação afirma-se como a melhor prática de política monetária (Freitas, 2009).

Os elementos fundamentais do regime monetário de metas de inflação seriam: o anúncio prévio de uma meta numérica para a inflação em prazo determinado, que serviria de âncora nominal para a coordenação de expectativas; o compromisso institucional com a estabilidade dos preços; a transparência na condução da política monetária, que permitiria o monitoramento e a avaliação de desempenho do banco central; a atribuição de liberdade ao banco central para utilizar instrumentos com vistas à execução das metas (Freitas, 2009).

Segundo Clarida et. ali. (1999 *apud* Neves 2007), inúmeros trabalhos empíricos dos anos 80 mostraram que a política monetária tem impacto sobre a economia real no curto prazo, após um longo período de foco exclusivo no papel de fatores não monetários sobre o

ciclo de negócios. Assim, a escolha da forma de condução da política monetária passou a exercer um importante papel, uma vez que tem consequências sobre a atividade econômica.

Outro fato destacado por estes autores é a melhora na estrutura teórica usada para a análise política. Tem sido incorporado nesta literatura técnicas de equilíbrio geral dinâmico, que tratam de características da economia novo-keynesiana, como a rigidez nos preços nominais, e os recentes avanços metodológicos nos modelos macroeconômicos. Destarte, Arestis e Sawyer (2002 *apud* Neves 2007) destacam que o novo consenso macroeconômico é consistente com a economia novo-keynesiana, no entanto, a sua adoção não se limita apenas aos economistas desta escola de pensamento econômico. A estrutura conceitual do novo consenso apresenta características que o enquadram dentro do *mainstream* e que são incompatíveis para alguns autores pertencentes a corrente pós-keynesiana.

O regime de metas de inflação não se enquadra em nenhum dos pólos entre regra e discricionariedade, podendo ser caracterizado como um instrumental que confere à política monetária uma espécie de discricionariedade controlada (Bernanke e Mishkin, 1997 *apud* Modenesi 2005). Isto é, esse regime constituiu-se em uma estratégia híbrida que proporciona algum nível de flexibilidade à autoridade monetária, ainda que limitada pelo anúncio de objetivos gerais e estratégias de condução de política monetária. A flexibilidade é fundamental para lidar com pressões resultantes de choques de ofertas que demoram a se dissipar.

### **1.1.3 DEBATE SOBRE A INDEPENDÊNCIA E TRANSPARÊNCIA DO BANCO CENTRAL**

A tese da independência do banco central se fundamenta em dois pilares: a aceitação da existência do viés inflacionário na condução da política monetária, que leva à inconsistência temporal; e a evidência empírica favorável à existência de uma correlação negativa entre o grau de independência do banco central e a inflação, verificada em países industrializados (Modenesi, 2005).

De acordo com as teorias do *political business cycles*, os políticos tendem a criar condições econômicas mais favoráveis imediatamente antes das eleições, mesmo que essas políticas venham a exigir ajustamentos de alto custo após as eleições. Segundo a *rational political business cycles theory*, uma autoridade monetária subordinada ao Tesouro pode estimular a adoção de políticas econômicas instáveis. Haveria assim uma inconsistência temporal na política econômica em geral e na política monetária, em particular (Freitas, 2005).

Um arranjo institucional para evitar a inconsistência temporal da política econômica seria a concessão de independência do banco central para a formulação da política monetária. A principal vantagem desse arranjo seria eliminar ou reduzir a influência dos políticos na definição da política monetária. A independência da autoridade monetária em relação ao poder político contribuiria para a redução dos ciclos, sempre que a designação dos dirigentes do banco central pudesse estar, de algum modo, desvinculada da conjuntura político-partidária, ou seja, da eleição das autoridades políticas que formulam o programa de ação do setor público (Freitas, 2005).

A delegação da responsabilidade pela formulação da política monetária ao banco central independente implica que a autoridade política admite reduzir o conjunto de circunstâncias sob as quais a estabilidade dos preços seria sacrificada com vistas à consecução de outros objetivos. Assim, quanto maior for a independência concedida ao banco central, maior será o comprometimento da autoridade política com a manutenção da estabilidade dos preços, dado que o banco central é, em geral, mais conservador no que se refere à busca e à manutenção da estabilidade e atua com uma visão de mais longo prazo do que a autoridade política (Cukierman, 1992, *apud* Freitas, 2005).

Cukierman, Neyapti e Webb (1992 *apud* Modenesi 2005) elaboraram diferentes critérios para quantificar a independência dos bancos centrais de 72 países (21 países desenvolvidos e 51 em desenvolvimento, dentre eles o Brasil) levando-se em conta: regras estatutárias, o grau de rotatividade dos presidentes da instituição e um questionário respondido por funcionários dos bancos centrais especialistas em política monetária. Em linhas gerais, o estudo apontou evidências de que países com maior grau de independência nos bancos centrais obtinham melhores resultados na busca pela estabilidade dos preços (Modenesi, 2005).

A estratégia de utilização de metas para a inflação na política monetária atuaria no sentido de reforçar a independência dos bancos centrais, reduzindo as influências dos fatores informais e subjetivos, uma vez que a política monetária seria executada com objetivo de alcançar a meta anunciada previamente. O anúncio público das metas e a transparência na condução da política monetária confeririam ainda ao banco central maior credibilidade. Além de assegurar um maior comprometimento com a manutenção da estabilidade, o regime de metas teria a vantagem de reduzir o viés inflacionário associado à política econômica, pois todos os demais objetivos macroeconômicos tornam-se subordinados ao objetivo da política monetária, que é a estabilidade de preços (Freitas, 2005).

#### 1.1.4 KEYNES E OS PÓS KEYNESIANOS

Embora não constituam um grupo homogêneo, os economistas que compõem a escola pós-keynesiana compartilham da visão alternativa da economia apresentada por Keynes, em contraposição à visão da teoria econômica neoclássica, a partir da interpretação da economia capitalista como uma economia onde a determinação do nível de emprego seria resultante do nível efetivo da demanda, oriundo das decisões de gasto dos agentes.

Assim, os pós-keynesianos recusam a noção de que a oferta agregada condiciona o nível de emprego no longo prazo da economia, afirmando que existe uma série de níveis de emprego possíveis que acabam sendo definidos por conta de restrições impostas pela demanda efetiva e pelas instituições existentes (Lavoie, 2006).

Em contraste com a corrente keynesiana da síntese neoclássica (os chamados keynesianos bastardos, expressão cunhada pela economista inglesa Joan Robinson) que popularizou a ideia de que para Keynes a moeda não importava e que apenas a política fiscal possuía eficácia em termos dos efeitos sobre a demanda agregada da economia, a corrente pós-keynesiana procura mostrar a importância que Keynes atribuía à política monetária resgatando seus estudos sobre a moeda e os arranjos institucionais monetários e financeiros que desempenham papel crucial tanto no desenvolvimento como na instabilidade da economia capitalista (Freitas, 2005).

Para Keynes e os pós-keynesianos, a explicação do funcionamento da economia no contexto de uma economia monetária de produção implica uma série de características, como a incerteza, a preferência por liquidez, a necessidade da existência de um sistema de contratos denominados em moeda, a não-neutralidade da moeda, a direção causal do investimento para a poupança, entre outras, que ajudam a explicar o princípio da demanda efetiva e o desemprego involuntário. Desta forma, a política monetária, a política fiscal e as demais políticas passam a exercer atribuições divergentes das previstas pela ortodoxia (Neves, 2007).

A noção de incerteza está ligada a outros dois conceitos importantes na teoria pós-keynesiana: o tempo histórico e a racionalidade limitada. No tempo histórico, o mundo não é ergódico, o que significa que as médias e as flutuações observadas no passado não serão necessariamente observadas em diferentes períodos de tempo<sup>2</sup> (Davidson, 1988, apud Lavoie, 2006).

---

<sup>2</sup> Nas palavras de Davidson (1988): "it is better to be roughly right than precisely wrong". It is better to describe the real world with some rough accuracy than to describe an imaginary world with great precision".

Nesse tipo de economia onde a moeda é um ativo desejado por ser a expressão da máxima liquidez e do poder de tudo comprar em qualquer lugar e a qualquer momento, as decisões dos agentes em termos da alocação e busca de valorização da riqueza podem dar origem ao desemprego involuntário, se a demanda por liquidez reduz a demanda efetiva por bens e serviços. Keynes considerava a política monetária como um importante instrumento para promover alterações na produção e reduzir o desemprego, pois a moeda é um objeto desejado por si mesmo, uma vez que os agentes que buscam a liquidez (Freitas, 2005).

Na visão de Keynes e dos economistas pós-keynesianos, a arte da política monetária executada pelo banco central consiste em estimular a transformação da moeda-ativo em moeda-meio de pagamento, ou seja, alterações nos portfólios dos agentes econômicos no sentido da aquisição de itens ilíquidos na esfera da produção, mediante a alteração na preferência pela liquidez dos agentes econômicos, inclusive os bancos, que são criadores ativos da moeda de crédito ou moeda bancária (Freitas, 2005).

A decisão de composição de portfólio depende da preferência por liquidez e a determinação da taxa de juros está relacionada com esta decisão e não com a decisão de consumo-poupança. Enquanto que para os clássicos a taxa de juros é um rendimento que promove a escolha intertemporal de consumir, equilibrando a poupança e o investimento, para Keynes a taxa de juros representa um prêmio por renunciar à liquidez a partir do momento que, a um dado nível, incentiva a aplicação em ativos financeiros em detrimento da moeda. Por isso, a determinação da taxa de juros é um fenômeno monetário que depende da preferência por liquidez e da política das autoridades monetárias (Neves, 2007).

Para a corrente pós-keynesiana, a moeda não é neutra e a política monetária tem efeitos duradouros sobre o lado real da economia, ou seja, repercute não apenas sobre a inflação, mas também sobre a produção e o emprego. Assim, não faz sentido reduzir a política monetária ao objetivo exclusivo da estabilidade de preços em detrimento do crescimento. (Freitas, 2005).

Dessa forma, fica evidente que enquanto os novos clássicos partem da ideia da moeda neutra, ou ao menos no longo prazo conforme os novos keynesianos, sendo que dessa forma, não caberia a política monetária outro papel que não a busca pela estabilidade de preços, sobretudo porque a inflação é fenômeno monetário, para os pós-keynesianos, uma vez que entendem que a moeda não é neutra, por afetar motivos e decisões, entendem que a condução da política monetária, enquanto política de gestão da moeda, da liquidez, pode ser utilizada com outros fins.

Na visão pós-keynesiana, em que a incerteza habilita a moeda a afetar as variáveis reais como forma de proteção quanto aos acontecimentos futuros, o banco central não pode ter como único objetivo explícito a perseguição de metas nominais, como faz dentro do regime de metas de inflação, a partir do momento em que suas decisões sobre a determinação das taxas de juros têm impactos distintos sobre a inflação e o produto. Assim, um banco central não pode ser independente, pois isto significaria concentrar muito poder em suas mãos e o direito de decidir não somente tecnicamente, mais politicamente, a taxa de juros, podendo favorecer mais a estabilidade de preços do que o crescimento econômico (Neves, 2007).

Na visão de Carvalho (1995), uma das maiores fragilidades da argumentação em prol da independência do banco central reside nas conclusões extraídas dos estudos empíricos que procuram mensurar a independência do banco central e/ou relacionar algum aspecto mensurável e comparativo da noção de independência com o desempenho da autoridade monetária no combate à inflação. Os estudos econométricos, ao exigir uma abordagem mais objetiva da noção de independência, acabam por desconsiderar os diversos elementos qualitativos desse conceito, essencialmente ambíguo. Isso porque, na prática, o comportamento dos bancos centrais e seu relacionamento com o Poder Executivo vão muito além dos aspectos formais incorporados nos modelos (Freitas, 2005).

Ainda segundo Carvalho (2005), o banco central não é um poder à parte, nem é capaz de isolar sua área de influência das outras áreas da economia. Deste modo, não se justifica a independência do banco central, nem mesmo nas suas formas mais atenuadas que consistem em dar ao banco central poder para determinar livremente a taxa de juros com vistas a alcançar uma meta de inflação fixada pelo governo. Fomentar inflação não estimula o crescimento, mas elevar juros para conter pressões inflacionárias por certo o estrangula (Carvalho, 2005).

## **1.2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL**

No Brasil, durante a passagem para o regime de câmbio flutuante, após a crise cambial de 1999, houve a adoção da política monetária pautada por metas de inflação. No contexto de fortes desvalorizações do real em função de ataques especulativos, num cenário externo desfavorável caracterizado por elevada aversão aos riscos, essa política monetária tinha por objetivo substituir a âncora cambial, vigente na primeira fase do Plano Real, por um sistema que, por meio de regras simples e automáticas de manejo das taxas de juros, pretende influenciar o nível de demanda e as expectativas dos agentes (Farhi, 2004).

Segundo Modenesi (2005), era imprescindível a utilização de uma nova âncora econômica condutora das expectativas dos agentes, que norteasse a formação dos preços na direção indicada pela autoridade monetária, pois em um sistema econômico historicamente caracterizado por um elevado grau de instabilidade dos preços, as expectativas dos agentes econômicos com relação à inflação são muito elásticas.

Além disso, é importante considerar que a taxa de câmbio, como será comprovado ao longo da argumentação, sempre foi usada como o instrumento central no combate à inflação, ainda que num contexto de maior flexibilidade dada pelo câmbio flutuante. A valorização cambial, como um efeito colateral da manutenção de um elevado diferencial relativo da taxa de juros, acaba por ser incentivada dentro do governo como ferramenta adicional aos esforços na busca pela estabilidade dos preços, mesmo que os efeitos do lado da produção e do emprego não sejam tão positivos.

### 1.2.1 ASPECTOS INSTITUCIONAIS

No Brasil, a base legal para introdução do regime de metas de inflação foi dada pelo Decreto n. 3.088 de 21 de junho de 1999 e pela Resolução n. 2.614 de 30 de junho de 1999 do Conselho Monetário Nacional (CMN). O Decreto atribuiu ao Banco Central a responsabilidade pela política monetária, enquanto a Resolução do CMN — do qual participa o presidente do Banco Central — definiu as metas para o crescimento máximo para a inflação e estabeleceu o Índice de Preço ao Consumidor Ampliado (IPCA<sup>3</sup>) cheio como o indicador do comportamento da inflação. Estabelece-se também bandas superiores e inferiores em relação a meta definida, como forma de aperfeiçoar o monitoramento sobre o nível da inflação (Freitas, 2009).

De acordo com o Decreto n. 3.088, a atuação do Banco Central ocorre fundamentalmente com a determinação da meta para a taxa básica de juros da economia (taxa Selic), cuja magnitude é decidida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). O Decreto estabelece, igualmente, a obrigatoriedade de divulgação, pelo Banco Central, de relatórios trimestrais de inflação, com informações macroeconômicas e justificativas para as medidas adotadas, além das atas de decisões do Comitê de Política Monetária, relativas à fixação da taxa de juros básica e seu viés (alta, baixa, neutro). Em caso de não cumprimento da meta, o

---

<sup>3</sup> O IPCA, calculado pelo IBGE desde 1979, representa uma amostra de famílias que têm renda de até 40 salários mínimos. A amostra coberta tem uma base geográfica ampla que inclui famílias residentes nas maiores cidades do Brasil.

Banco Central deve informar as razões em carta pública ao Ministro da Fazenda e definir as medidas de correção para que a inflação retorne ao patamar esperado (Freitas, 2009).

A literatura identifica algumas vantagens na utilização de índices de preço ao consumidor (IPCs) como medida de inflação vis-à-vis o deflator das contas nacionais. Além de mais fácil entendimento, IPCs são os melhores índices disponíveis para mensuração direta do custo de vida dos consumidores, dado que é construído como uma média ponderada dos preços de uma cesta de bens e serviços, com os pesos refletindo a importância de cada item no consumo das famílias em um mesmo período. Outra vantagem de IPCs reside no fato de que são regularmente divulgados pela mídia e frequentemente usados como referência nos benefícios do governo ou contratos, inclusive negociações salariais. Ademais, são disponibilizados mensalmente e não estão sujeitos a muitas revisões, como os deflatores implícitos, o que contribui para sua maior transparência e utilidade para os propósitos de política monetária.

No entanto, é preciso lembrar que o índice pode sofrer influência da existência tanto de preços administrados e/ou regulados como de viés na mensuração da variação dos preços, associados aos esquemas de ponderação, técnicas de amostragem e ajustes qualitativos empregados no cálculo dos índices. Cabe ressaltar que todas essas dificuldades de interpretação da variação de IPCs podem ter consequências deletérias, se o formato do regime de metas for pouco flexível, com horizonte temporal curto, como é o caso brasileiro.

O Brasil se diferencia da maioria dos países por adotar o ano calendário, ou seja, janeiro a dezembro. Como a meta para o IPCA é anunciada com dois anos de antecedência, o Banco Central perde graus de liberdade na execução da política monetária ante a ocorrência de choques, como uma forte alta dos preços de alimentos ou crise energética, dentre outros (Freitas, 2009).

Como o horizonte temporal para o cumprimento da meta é curto, as pressões altistas dos preços acabam se traduzindo na elevação dos juros, a despeito dos seus efeitos deletérios sobre a produção e o emprego, porque o Banco Central teme perder a credibilidade e/ou ser acusado de leniente. Ao mesmo tempo, dado o elevado peso dos preços administrados na composição do IPCA, em torno de 30%, o aumento da meta da Selic afeta os investimentos, a produção e o consumo privado sem, contudo, ter efeitos sobre tais preços, que são insensíveis à taxa de juros, assim como os preços dos bens comercializáveis (tradables). Assim, no Brasil, o regime de meta esteve longe de propiciar a vantagem da desinflação sem comprometimento do produto (Freitas, 2009).

Dadas as defasagens intrínsecas à política monetária, instituir um horizonte de tempo mais longo para a meta para a inflação pode ser uma boa forma de lidar com os choques econômicos e, ao mesmo tempo, preservar a credibilidade do regime. Horizontes mais longos permitem respostas mais suaves da política monetária em relação aos choques econômicos, já que a inflação, mesmo apresentando grandes variações, tem certa inércia, requerendo um maior tempo para se ajustar.

### **1.2.2 PROBLEMAS RELATIVOS À CONDUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL**

O regime de metas de inflação, combinado com o regime de taxas de câmbio flutuantes, deveria permitir uma maior autonomia da determinação da taxa de juros em relação às pressões de excesso de oferta ou demanda do mercado cambial, já que esses ajustes passam a ser realizados por intermédio das flutuações na taxa de câmbio e não mais a partir das flutuações da taxa de juros, a qual, num regime de metas de inflação, deve flutuar para conter os desvios da taxa de inflação em relação à meta previamente definida. (Canuto, 1999 *apud* Curado e Oreiro, 2005).

Um dos mais importantes obstáculos a um crescimento econômico sustentável no Brasil é constituído pela adoção de uma política monetária fundamentada em controvertidos princípios teóricos, com fortes elementos de incompatibilidade com as condições específicas da economia brasileira e com um formato e uma gestão inadequados que restringem ao máximo sua flexibilidade (Farhi, 2004).

No caso de países em desenvolvimento como o Brasil, a adoção de regime de metas de inflação coloca problemas adicionais associados à forma de inserção internacional dessas economias e à não conversibilidade de suas moedas, dado que ocupam uma posição absolutamente secundária na hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional (Freitas, 2005).

O enorme diferencial entre as taxas de juros domésticas e externas atrai os investidores estrangeiros que procuram oportunidades rentáveis para aplicarem seus capitais. Esse fato contribui para a manutenção de um câmbio apreciado, favorecendo o combate à inflação. O problema é que este capital especulativo é nocivo ao país, pois pode provocar depreciações cambiais em momentos de crises e incertezas, além de inflação de ativos nos momentos de entrada (Couto et. ali. 2010).

Em economias abertas, o Banco Central pode optar por manter a taxa de juros elevada, como se observa historicamente desde a adoção do regime de metas de inflação no Brasil, para atrair capital externo e assim equilibrar o balanço de pagamentos, à custa do desalinhamento cambial, enquanto o governo pode preferir taxas de juros mais baixas para estimular a produção e o emprego. Se o Banco Central age sem levar em consideração os objetivos gerais da política econômica, o resultado será a estagnação da economia e o aumento do desemprego, sem falar na maior vulnerabilidade que a dependência de recursos externos voláteis representa (Freitas, 2010).

Acerca da sua operacionalidade, os proponentes do regime de metas de inflação consideram apenas a inflação de demanda, que deve ser combatida com a política monetária, baseada em único instrumento, a taxa de juros. O atual regime de política monetária não leva em conta outras causas da inflação. Conforme já ressaltado, há vários tipos de inflação, tanto causadas por choques de oferta quanto de demanda, portanto o combate à inflação deve ser diferenciado dependendo do tipo de inflação, dado que as suas causas são diversas. O combate à inflação deve atacar suas causas reais. Diversos autores constataam em seus estudos que a inflação no Brasil se deve mais aos problemas do lado dos custos do que da demanda (Modenesi, 2005; Bresser-Pereira e Gomes, 2005; Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009 *apud* Couto et. ali, 2010).

Mesmo assim, para Serrano (2010), a maioria dos analistas ainda acredita que o efeito dos juros altos sobre a demanda agregada impede que os choques de custo se transformem em aumentos da taxa de inflação<sup>4</sup>. No entanto, o fato de que não se observa relação sistemática entre o hiato do produto e a inflação mostra que não é isso o que ocorre. A política de juros elevados, ao valorizar a taxa nominal de câmbio, gera diretamente um choque positivo de custos em moeda local. Assim, dada a ausência do canal de transmissão tradicional da demanda para a inflação e a força do canal de transmissão dos juros para o câmbio e do câmbio para os preços, o efeito dos juros sobre a demanda agregada torna-se, na realidade, apenas um efeito colateral da política monetária.

---

<sup>4</sup> A visão consensual do regime de metas de inflação pode ser sintetizada em três proposições: o núcleo ou tendência da inflação é resultado de choques de demanda; a taxa de juros é operada com o objetivo de controlar a demanda agregada; alguma variação na taxa de câmbio ocorre como efeito colateral das mudanças na taxa de juros. Apesar de sua ampla aceitação, essas três proposições básicas, a rigor, só se sustentam se quatro pressupostos fundamentais do modelo teórico do “novo consenso” forem válidos. Esses pressupostos são: que o hiato do produto (e/ou do emprego) afeta a inflação de forma sistemática; que os choques inflacionários têm persistência total, isto é, os coeficientes de inércia e de expectativas inflacionárias, somados, igualam-se à unidade; que o produto potencial é independente da evolução da demanda; que os choques de custo são aleatórios, causados, por exemplo, por safras agrícolas abundantes ou excepcionalmente fracas. O problema é que desde 1999, da adoção do regime de metas de inflação, até agora nenhum dos quatro pressupostos se sustenta. Para uma melhor explicação, ver Serrano (2010).

No Brasil, a taxa de juros tem sido muito utilizada para combater pressões inflacionárias provenientes do lado dos custos. Um problema por trás disso é a alta participação de preços administrados no IPCA. Os preços administrados são aqueles determinados ou influenciados por órgãos públicos, estabelecidos em contrato, que não sofrem variação das condições de oferta e demanda vigentes no mercado. Portanto, não são influenciados diretamente pela elevação da taxa de juros. Por isso mesmo é que a taxa de juros precisa subir numa magnitude tal que consiga conter a demanda de forma bastante rigorosa para que a variação dos preços livres seja suficiente para compensar a rigidez dos preços administrados (Couto et. ali, 2010).

Um problema do uso da taxa de juros básica, a Selic, definida pelo Copom, para combater a inflação é que esta é a mesma taxa que além de refletir o custo das reservas bancárias, também é utilizada para remunerar parte dos títulos da dívida pública brasileira. Essa situação anômala constitui uma herança da era de alta inflação que permanece ainda inalterada (Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009).

Logo, um aumento da taxa de juros eleva imediatamente o custo da dívida pública. Segundo Modenesi (2008), essa elevação causa o chamado “Efeito Riqueza às Avessas”, ou seja, uma elevação da taxa de juros gera um aumento da remuneração dos investimentos em renda fixa, aumentando a riqueza financeira dos detentores de títulos, o que pode levar a uma elevação dos gastos. Por isso mesmo é que se faz necessário aumentar a taxa de juros mais do que o necessário para contrair a demanda agregada global de modo a compensar o aumento da demanda de uma parte dos agentes econômicos (Couto et. ali, 2010).

As expectativas dos agentes constituem um ponto central para o regime de metas de inflação. O sucesso das medidas de política monetária é medido, no curto prazo, pela influência que tem sobre tais expectativas. Dessa forma, atribui grande importância a apuração dessas expectativas. Mas para isso, o Banco Central decidiu realizar uma pesquisa, denominada *Focus*, junto a analistas de instituições financeiras e atribuiu a essa pesquisa a qualidade de uma *proxy* das expectativas dos agentes racionais (Farhi, 2004).

O impacto desse tipo de apuração das expectativas se evidencia no fato que têm sido raras às vezes em que o Copom toma decisões que contrariem as previsões dos especialistas de bancos e corretoras. Essa tendência do mercado, de prever com regularidade as medidas do Copom, expressa na visão de Farhi (2004) uma incômoda promiscuidade entre a autoridade monetária e as instituições financeiras que, dentre o conjunto dos agentes econômicos, são os que mais têm a ganhar com taxas de juros elevadas. Portanto, o problema é o viés altista das previsões e a complacência do Copom em corresponder às expectativas do mercado, em um

contexto em que as expectativas dos agentes que efetivamente dispõem do poder de formação de preços como os agentes patronais da indústria e do comércio, bem como o sindicato dos trabalhadores, não são considerados (Freitas, 2010).

Para Martinez e Cerqueira (2011), no que concerne as características da inflação na última década, existem evidências a favor do uso de outras políticas para combater a inflação quando há grupos de bens com inflação sistematicamente acima da meta. Para os autores, a decomposição do IPCA mostra que há diferenças substanciais no comportamento de diferentes agrupamentos de preços e que, portanto, estudos desagregados têm muito a acrescentar ao debate sobre políticas de combate à inflação. Em particular, constatou-se que uma parcela limitada dos bens respondeu sistematicamente por boa parte da pressão inflacionária acima da meta. De 2000 a 2005, destacaram-se os preços monitorados dos grupos transportes, habitação e comunicação. De 2006 a 2009, esse papel coube aos segmentos alimentos e bebidas não comercializáveis e despesas pessoais não comercializáveis, enquanto os alimentos e bebidas comercializáveis pressionaram para cima ou para baixo da meta conforme o ano. As estimativas de determinantes da inflação por modelos de função de transferência revelaram que as mudanças de comportamento nos preços monitorados podem ser atribuídas a quebras estruturais ocorridas entre os anos 2005 e 2006. Tudo indica que tais quebras são o fruto de políticas governamentais adotadas explicitamente para diminuir a inflação estruturalmente elevada nesses segmentos – revisões em regras de reajuste nas tarifas de energia elétrica e telefonia fixa, tributação variável para diminuir a volatilidade da gasolina.

O regime de metas de inflação pressupõe que a política monetária é eficaz em segurar o aumento dos preços via contenção da demanda agregada. Porém, se o seu efeito é limitado sobre alguns grupos de bens com muita influência sobre o índice geral, ela deve exercer um impacto sobre os outros preços suficientemente grande para que isso se reflita no IPCA. Além de provocar distorções no sistema de preços relativos desfavoráveis aos preços mais sensíveis à política monetária, isso resulta em taxas de juros sistematicamente elevadas e com pouca margem para redução. Enquanto houver grupos de preços influentes com inflação estruturalmente acima da meta, será pequeno o espaço para reduções substanciais da taxa de juros, ainda mais em uma economia crescendo a taxas elevadas como se espera para os próximos anos, segundo os autores. Esse é o caso dos alimentos e bebidas não comercializáveis, cujo componente estrutural da inflação é de quase 10%, e de despesas pessoais não comercializáveis, que tem um componente estrutural 4,44% e apresenta inércia ao redor de 3% ao ano (Martinez e Cerqueira, 2011).

Na visão de Serrano (2010), portanto, a operação concreta do sistema de metas inflacionárias no Brasil tem as seguintes características: o núcleo da inflação é de custos (e não de demanda<sup>5</sup>); as variações na taxa de juros afetam a taxa de câmbio; as variações no câmbio afetam os custos e, posteriormente, os preços de todos os setores da economia – o primeiro impacto dá-se nos preços dos transacionáveis e dos administrados (estes, via indexação ao IGP-M) e, posteriormente, o impacto dos preços por atacado afeta os custos e os índices de preços livres e dos não transacionáveis; o efeito dos juros sobre a demanda agregada é, afinal, apenas um efeito colateral da política monetária e a âncora do sistema é a baixa resistência dos salários reais médios.

O Banco Central adotou o regime de metas para inflação, modelo esse reconhecido internacionalmente e com resultados empíricos satisfatórios no controle da inflação, apesar da experiência da maioria dos países ser ainda curta para uma avaliação conclusiva. No entanto, o modo como o regime de metas vem sendo aplicado na condução da política monetária brasileira é fonte de forte preocupação do setor produtivo. Ao se atribuir papel central ao indicador de expectativa de inflação abre-se espaço para que o cumprimento das metas esteja associado a um custo muito elevado para o país.

## CONCLUSÕES

A recuperação das contribuições oferecidas pela corrente Pós-keynesiana teve por intuito lembrar que o papel da política monetária deve ir além do que propugnado pelo novo consenso, qual seja, a estrita persecução da estabilidade dos preços, confrontando-se com as contribuições teóricas oriundas dos novos-clássicos e dos novos-keynesianos, que fazem parte da chamada visão consensual ou *mainstream*.

Foram enumerados problemas como o fato dos propositores do regime de metas de inflação considerarem apenas a inflação de demanda, ignorando outros fatores com potencial maior para a trajetória da inflação e também o papel das expectativas no regime de metas de inflação que proporcionou a existência de uma relação direta entre as decisões do Copom e as expectativas do mercado, de viés altista, o que fez com que em seguidas oportunidades houvesse a deflagração do que Farhi (2004) denominou de incomoda promiscuidade em

---

<sup>5</sup> Não se observou uma relação empírica sistemática entre o hiato do produto e a aceleração da inflação. As estimativas de diversos estudos econométricos mostram a não significância do hiato do produto na chamada curva de Phillips. Com efeito, estimativa do próprio Banco Central (publicada no Relatório de Inflação de março de 2008) aponta um coeficiente positivo para o período de 1996 a 2006, indicando que um aumento do desemprego aceleraria a inflação (Serrano 2010).

defesa do patamar elevado das taxas de juros, sem que as expectativas de agentes com poder real de formação de preço fossem consultados.

Destarte, o capítulo inicial nos levou à seguinte conclusão: a adoção do regime de metas de inflação, além de promover uma série de problemas, apresentava grande inconsistência. Ademais, a disciplina a seus fundamentos não era condição *sine qua non* para que a estabilidade monetária fosse garantida.

## **2. ANÁLISE DO MANDATO DO BANCO CENTRAL (2003-2010)**

O presente capítulo tem por objetivo analisar o período de gestão do Banco Central que se iniciou em 2003 até o final de 2010, buscando nos discursos, nos comentários de especialistas e na bibliografia relacionada o caráter de cada gestão e compreender suas características essenciais.

Na sequência, serão analisados os impactos da atuação do Banco Central no ambiente macroeconômico de maneira geral e verificar se há indícios do que Freitas (2010) caracterizou como viés anticrescimento da política monetária.

### **2.1 INTRODUÇÃO: O GOVERNO LULA E A TRANSIÇÃO CONSERVADORA**

O plano de política econômica implementado pelo Governo FHC, particularmente na sua segunda fase, de 1999 a 2002, estava baseado no seguinte tripé da teoria econômica convencional: câmbio flutuante com plena mobilidade de capitais (isto é, liberalização financeira externa), regime de metas de inflação com um banco central autônomo e obtenção de superávits fiscais primários. O tripé convencional tem como claro objetivo a busca, por parte do governo, de credibilidade com vistas a acumular grande reputação perante os mercados financeiros, doméstico e internacional (Sicsu, 2003).

No âmbito da teoria convencional, credibilidade é sinônimo de inflexibilidade para ações de um governo, isto é, um governo ganha credibilidade se não pode decidir e reagir no dia a dia, se não pode intervir na economia, se segue regras cegas, independentemente das mudanças conjunturais. A credibilidade é um fluxo que deve ser observado a cada minuto, em cada declaração dos governantes, em todas as entrelinhas. A reputação é o somatório de atitudes passadas, ou seja, é o estoque de “bons comportamentos” verificados, é o resultado do que é acumulado a cada minuto de credibilidade (Sicsu, 2003).

O tripé convencional busca, então, retirar do governo a sua capacidade de intervir na economia por meio do uso de políticas monetária, cambial e fiscal. A política monetária fica sob a égide da autonomia do Banco Central. A política fiscal é quase anulada, já que as metas de superávits retiram do governo a sua capacidade de aumentar os seus gastos de investimento e sociais, além do fato de vir a reboque da política monetária. A liberalização financeira, ao permitir um número ilimitado de transações com o exterior, retira a força da política cambial na medida em que as reservas do Banco Central podem ser insuficientes diante do poder dos

mercados financeiros, seja nos marco doméstico ou internacional, quando da inflexão na preferência pela liquidez dos agentes (Sicsu, 2003).

Assim sendo, o Presidente Lula optou por seguir o caminho apontado pelo plano em vigência, ou seja, implementar o plano de FHC com muito mais intensidade e amplitude, com o objetivo de impedir qualquer mudança do modelo de política econômica (Sicsu, 2003).

Morais e Saad Filho (2011) mostram que levando em conta a evidente continuidade da política macroeconômica, os seus críticos passaram a esgrimir contra o governo Lula os mesmos argumentos endereçados ao governo anterior. Esses críticos, muitos deles antigos apoiadores ou militantes do PT e de outras organizações de esquerda, vinham se sentindo crescentemente alienados com a guinada à direita do PT a partir de 1989, e sua acomodação ao jogo político institucional.

Essa postura crítica havia se intensificado durante o processo eleitoral, especialmente após a publicação da “Carta ao Povo Brasileiro” pelo então presidenciável Lula, em junho de 2002, em meio a uma grave crise cambial e de refinanciamento da dívida federal desencadeada pelos mercados financeiros domésticos. A crise especulativa serviu para pressionar os principais candidatos a presidente da República a assumirem um compromisso público de que, se eleitos, respeitariam os contratos vigentes em relação à dívida pública doméstica e externa, e apoiariam um programa de auxílio emergencial a ser prestado pelo FMI, negociado pelo governo que findava. Esse programa concedia um grande empréstimo para evitar o estrangulamento cambial, e continha as habituais cláusulas restritivas às políticas monetárias e fiscais a serem implementadas pelo futuro governo. Na sua “Carta”, Lula comprometeu-se com a execução do programa do FMI e cumprir seus condicionantes (Morais e Saad Filho, 2011).

## **2.2. A EVOLUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA (2003-2010)**

De uma maneira geral, pode-se dizer que a estratégia e, conseqüentemente, as políticas econômicas adotadas, está atrelada à dinâmica de cada um dos dois mandatos do governo Lula. E este fato não deixa de guardar relações com as próprias equipes que comandaram a área econômica do governo. Assim, deve-se lembrar que, durante o primeiro mandato, além do Banco Central, outros importantes setores da estrutura governamental estavam ocupados por pessoas-chave fortemente atreladas aos princípios ortodoxos convencionais. Nesse caso,

destaca-se a própria Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, a quem cabia orientar as grandes linhas políticas do governo na área econômica.

A questão da independência do Banco Central foi colocada no centro da agenda da reforma monetária. Como restou ao programa de estabilidade apenas o manuseio das taxas de juros, optou-se por dar independência ao Banco Central para arbitrar o controle inflacionário do país. Com isso, transferiu-se à autoridade monetária o poder de definir “as metas de inflação” e a consequente taxa de juros, bem como definir a taxa de câmbio. Desta forma, nota-se que o ideário da independência do banco retirou do conjunto do governo e, particularmente, do Presidente da República, o poder de definir soberanamente os destinos da política econômica do país. E isso ficou evidente em várias passagens quando o presidente desejava uma redução das taxas de juros, mas o Banco Central a elevava.

Embora o modelo teórico de metas de inflação comporte diversos formatos institucionais, com distintos graus de flexibilidade para a ação dos bancos centrais ante as flutuações da atividade econômica, a experiência brasileira do regime de metas de inflação até o final de 2010 foi marcada por uma elevada rigidez. De um lado, essa rigidez era resultado do horizonte temporal de um ano-calendário fixado como referência para o cumprimento da meta, o qual é demasiadamente curto para a acomodação das flutuações do produto em decorrência de choques externos e da alta volatilidade da taxa de câmbio. De outro lado, era fruto da adesão estrita e ideológica ao receituário ortodoxo, segundo o qual o compromisso da autoridade monetária com o cumprimento da meta de inflação, âncora nominal das expectativas dos agentes, sobrepõe-se a todos os demais e independe do ciclo dos negócios (Fundap, 2012).

A tabela 1 detalha as metas anuais, as bandas e seus limites inferiores e superiores, bem como a inflação efetiva nominal observada em cada ano.

**Tabela 1 - Histórico de metas de inflação no período 2003-2010**

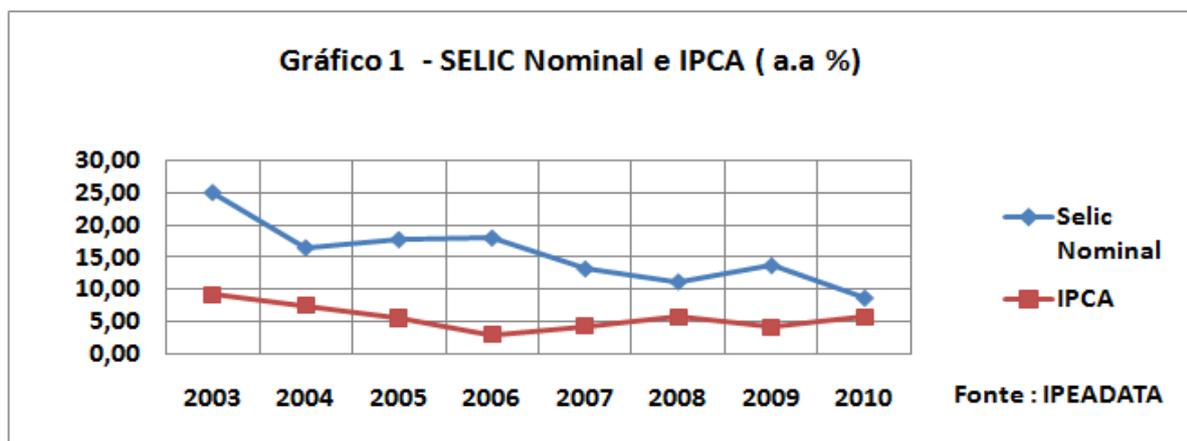
<b>Ano</b>	<b>Norma</b>	<b>Data</b>	<b>Meta (%)</b>	<b>Banda (p.p)</b>	<b>Limites inferior e superior</b>	<b>IPCA ( % a.a.)</b>
<b>2003</b>	Resolução 2842	28/06/2001	3,25	2	1,25-5,25	9,3
	Resolução 2972	27/06/2002	4,0	2,5	1,5-6,5	
<b>2004</b>	Resolução 2972	27/06/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	7,6
	Resolução 3108	25/06/2003	5,5	2,5	3,0-8,0	
<b>2005</b>	Resolução 3108	25/06/2003	4,5	2,5	2,0-6,0	5,69
<b>2006</b>	Resolução 3210	30/06/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14

<b>2007</b>	Resolução 3291	23/06/2005	4,5	2	2,5-6,6	4,46
<b>2008</b>	Resolução 3378	29/06/2006	4,5	2	2,5-6,7	5,9
<b>2009</b>	Resolução 3463	26/06/2007	4,5	2	2,5-6,8	4,31
<b>2010</b>	Resolução 3584	01/07/2008	4,5	2	2,5-6,9	5,91

Fonte: BCB, elaboração própria

Entre 2001 e 2003, houve o descumprimento da meta em função principalmente da forte depreciação cambial, juntamente com os efeitos do retorno da aversão ao risco dos investidores. Além disso, a depreciação cambial contaminou os preços administrados, cujos contratos são indexados pelo IGP-M e IGP-DI (Freitas, 2010). A partir de 2005, a inflação permaneceu dentro da meta pré-estabelecida, sendo que em 2006, 2007 e 2009, o IPCA permaneceu abaixo do centro, enquanto nos demais anos as bandas foram respeitadas.

O gráfico 1 mostra a evolução do IPCA ao longo do mandato de Henrique Meirelles no Banco Central, bem como a trajetória gradual de redução da Selic, para o mesmo período. Será observada uma íntima ligação entre a decisão acerca do patamar dos juros e a evolução do índice dos preços, acenando como justificativa principal, senão única, para a implementação da política monetária no período.



De janeiro até maio do primeiro ano do mandato anterior do Banco Central, a Selic teve aumento de 25% a.a. para 26,5 % a.a. Na primeira reunião do Copom para aquela gestão, foi colocado que os indicadores sinalizavam que o consumo deveria manter um ritmo moderado de crescimento nos próximos meses, sendo que desde agosto do ano anterior, o faturamento do comércio varejista estava estabilizado em um patamar relativamente elevado, pouco acima do observado em 2000. Além disso, o Copom observou que a inadimplência estava em queda e, em janeiro, o Índice de Intenções Futuras do Consumidor repetiu a marca

de 120 registrada em dezembro, maior valor da série desde 2000. Por fim, a liberação de cerca de R\$10 bilhões dos saldos do FGTS durante 2003 iria contribuir para a sustentação do consumo no ano (Ata do Copom, 80ª reunião).

Em junho, o Banco Central deu início a um processo de flexibilização da política monetária. No mês de agosto, houve corte de dois pontos percentuais. Em sua ata, mesmo com a previsão de baixo crescimento para o ano, o Copom fez questão de frisar que levando em conta a evolução recente da inflação e as perspectivas para a sua trajetória futura, bem como a melhora significativa no cenário fiscal de médio e longo prazos proporcionada pelo rápido andamento das reformas, entendeu-se que seria adequado avançar no processo de flexibilização da política monetária.

Houve ajuste na taxa de juros básica de forma a posicioná-la numa trajetória consistente com a estratégia de convergência gradativa da estrutura de taxas de juros reais da economia para a sua posição de equilíbrio, com o objetivo já mencionado de garantir a convergência da inflação para a trajetória das metas. Ou seja, não se priorizou a queda do nível da atividade econômica no processo de decisão sobre a flexibilização da política monetária. (Ata do Copom, 87ª reunião).

No final do ano de 2003, o Copom avaliou que a queda nas taxas de juros reais de mercado, que acompanhou a redução dos juros básicos, de 26,5% a.a. para 17,5% a.a., seria compatível com a sustentação ao longo dos meses seguintes da recuperação de atividade, que se disseminou pelos diferentes setores da economia. A convergência ininterrupta da inflação para as metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuiria para a redução progressiva da percepção de risco na economia, o que levaria espaço para que juros reais menores ao longo dos próximos anos se consolidassem de forma natural como consequência dessa melhora de percepção (Ata do Copom, 91ª reunião).

Considerando a meta ajustada, o Banco Central conseguiu cumprir a meta em 2004 e 2005, mas à custa de uma considerável elevação da meta da taxa Selic, em termos reais, com sérios impactos sobre a demanda agregada (Freitas, 2010). A elevação da taxa Selic não seguiu ao encontro das projeções e do discurso realizado pelo Banco Central no final de 2003, quanto atentou para um processo natural de queda dos juros devido a melhoras na percepção de risco na economia (Ata do Copom, 91ª reunião).

O aumento na Selic que se iniciou em agosto de 2004 teve início em função das projeções do Copom para a inflação que aumentaram devido ao reajuste do preço da gasolina. No cenário de referência, que pressupunha a manutenção da taxa Selic em 17,25% a.a. e da taxa de câmbio em R\$ 2,75 (dezembro de 2004) ao longo do horizonte de projeção, a

apreciação cambial, a elevação da curva de juros mais curta, a antecipação do reajuste da gasolina para 2004 e a pequena redução nas expectativas de inflação mais do que compensariam o fechamento do hiato do produto, resultando em queda da projeção de inflação, que se manteve, contudo acima do objetivo de 5,1% para aquele ano (Ata do Copom, 103ª reunião).

Ao longo desse período, o Copom fez questão de enfatizar que os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 já se faziam sentir tanto nos resultados da inflação no primeiro trimestre do ano como nas projeções de inflação para horizontes mais longos realizados pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado<sup>6</sup>. A atividade econômica continuava em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. No entanto, tal como na reunião de março, o Comitê identificou a existência de fatores que aumentariam os riscos a que estariam submetidos o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Esses riscos se associavam à persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e à deterioração no cenário externo, com os preços do petróleo em níveis elevados e a possibilidade de permanência de condições voláteis nos mercados internacionais de capitais.

Quando o ciclo de aperto monetário deu lugar à queda da Selic, a partir de setembro de 2005, o Copom sinalizou que a atividade econômica iria continuar em expansão, mas em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, o cenário externo permanecia favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Mesmo que os preços internacionais do petróleo tivessem se mantido em níveis elevados dos últimos meses, o reajuste do preço doméstico da gasolina reduziu um foco de incerteza importante na construção de cenários para a evolução dos preços em 2005 e, principalmente, em 2006. Assim, continuaria se configurando, de maneira cada vez mais definida, um cenário benigno para a evolução da inflação. Tal como na reunião de agosto, o Copom enfatizou que o principal desafio da política monetária nesse contexto seria garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro (Ata do Copom, 112ª reunião).

---

<sup>6</sup> Nota-se claramente a existência de uma relação permanente de causalidade entre as decisões do Banco Central e as projeções realizadas por analistas do setor privado, demonstrando uma evidente relação de dependência da autoridade monetária diante das expectativas do mercado.

Se realizarmos uma pausa para um diagnóstico das reuniões comentadas acima, podemos perceber que tanto para justificar o aumento quanto para a queda, os argumentos utilizados, embasados no nível de atividade e na expectativa dos preços não se alteraram. Por todo o momento, se procurou defender que a flexibilização da política monetária poderia se mostrar deletéria para o médio prazo, o que poderia por em risco o controle da inflação do período posterior e, a partir daí, justificar o ciclo de aperto monetário.

Quando, por fim, o Banco Central decidiu por em marcha um processo gradual de redução dos juros, seu discurso se manteve e as variáveis de análise do processo também não apresentaram alterações substanciais que permitissem o claro entendimento da postura da instituição. Logo, a contribuição do ambiente econômico de fato para as decisões de política monetária não parecem ter determinado peso. A persecução pura das metas de inflação parece ter adquirido um caráter alheio ao que se observava no lado real da economia, dado que aumentos e redução dos juros se basearam em justificativas semelhantes.

O êxito do Banco Central em manter a inflação sob controle e cumprir as metas fixadas pelo CMN se confundiu com o benefício exercido pelo contexto externo favorável, tanto em termos dos preços das commodities exportadas como do ciclo de alta liquidez internacional retomado em 2003. Entre o final de 2006 e maio de 2007, a variação do IPCA chegou a ficar abaixo da inflação mundial, o que possibilitou com que a Selic fosse reduzida continuamente entre setembro de 2005 e outubro de 2007, passando de 19,75% a.a. para 11,25% a.a. em termos nominais (Freitas, 2010).

Analisando as reuniões do Copom nesse ciclo de afrouxamento da política monetária de quase dois anos, notamos certa relutância e ceticismo nas decisões. Em janeiro de 2006, boa parte do discurso anterior foi retomada, no qual o Copom avaliou que a atuação cautelosa da política monetária foi fundamental para aumentar a probabilidade de convergência da inflação para a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continuasse se traduzindo em resultados efetivos, entretanto, seria preciso que os indicadores prospectivos de inflação seguissem apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos meses (Ata do Copom, 116ª reunião).

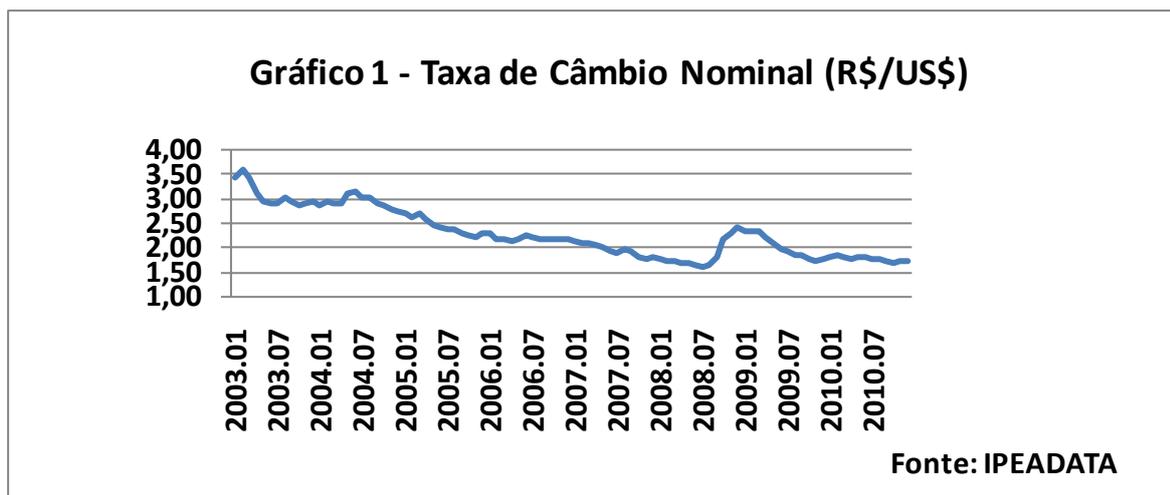
Após mais uma decisão na direção de redução das taxas de juros, o Copom seguiu cético quanto a sua própria política, afirmando que tendo em vista as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária e os riscos associados aos cenários traçados em cada momento, seria necessário acompanhar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

No relatório de inflação de dezembro de 2005, o Banco Central mostrava que o arrefecimento da atividade econômica observado no terceiro semestre daria lugar a um ciclo positivo a partir do início do ano, e a previsão de crescimento seria elevada também em função do ciclo de afrouxamento da política monetária. Mesmo com essas evidências, o seu próprio discurso no mês seguinte deu sinais de desconfiança quanto ao cenário previamente analisado. Assim, não seria exagero supor um viés austero da política monetária, mesmo quando a atividade econômica e o índice de preços atentavam para a possibilidade de redução da taxa de juros. E mesmo quando tal política foi executada, veio acrescida de uma série de ressalvas.

O ano de 2006 registrou a menor taxa de inflação desde a implantação do regime de metas de inflação (3,14% a.a.), embora seja importante frisar que o IBGE registrou crescimento acumulado do PIB de 2,9% para o mesmo período, indicando que o arrefecimento da atividade econômica tem ligação direta com a austeridade da política monetária em períodos anteriores ao ciclo de afrouxamento, haja vista a existência de hiato temporal entre as decisões de política monetária e seus efeitos no lado real da economia. Houve redução de 4 pontos percentuais no patamar das taxas de juros nominal, seguindo de 17,25% a.a. em janeiro para 13,25% a.a., no final do ano.

No relatório de inflação divulgado no final do ano pelo Banco Central, foi considerado que a redução consistente da inflação, os vultosos e persistentes superávits comerciais, a geração de superávits adequados, a recomposição de reservas internacionais, e a melhoria do perfil da dívida pública interna tornariam a economia brasileira menos vulneráveis a choques (Relatório de Inflação, dezembro de 2006).

Deve-se considerar que o contexto internacional foi predominante para a efetivação dos resultados acima listados, de tal sorte que o contínuo processo de valorização cambial levado a cabo a partir de 2003 não tenha anulado os ganhos obtidos com as receitas de exportação. Assim, a redução da inflação teve ligação direta com o processo de valorização cambial, observado no gráfico 2, conduzido a partir da manutenção de elevado patamar das taxas de juros.



Retomando um ponto levantado anteriormente, quanto ao discurso implementado pelo Banco Central, em meados de 2006, mais uma vez, mesmo com os objetivos de estabilização dos preços sendo alcançado, e com a economia crescendo a níveis reduzidos, o Copom alerta que mesmo levando-se em conta que a maior volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais em meses recentes pudesse ter um caráter transitório, seria forçoso reconhecer a geração de elevação na incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, que poderia acabar dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto à coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, caberia à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propagasse para horizontes mais longos (Ata do Copom, 120<sup>a</sup> reunião).

O discurso estava exatamente de acordo com a complacência do Banco Central em relação não só às expectativas como às exigências dos agentes privados. Sabe-se que o mercado financeiro exerce pressão em favor de taxas de juros mais elevadas. Assim, o Banco Central, a despeito da trajetória de redução da Selic, fez questão de “acalmar” os ânimos do mercado, indicando o compromisso de vigilância com os eventuais ambientes incertos e de prontidão para a retomada da austeridade caso necessário.

Após dois anos de crescimento reduzido, a variação do PIB para o ano de 2007 foi de 5,4%, segundo o IBGE. O IPCA registrou aumento ante o ano anterior e fechou o período com variação anual de 4,46%, permanecendo abaixo do centro da meta. Mesmo com o aumento observado, seu crescimento foi menor do que o observado no PIB.

A continuidade da suavização das taxas de juros, que chegou a 11,25% a.a., em dezembro de 2007, foi condição fundamental, mas não suficiente para explicar a retomada do

crescimento econômico. O aumento da relação crédito/PIB, a despeito do custo ainda elevado do crédito, bem como a valorização continuada do salário mínimo fortaleceram o consumo. O caráter do investimento, fundamental para a sustentabilidade do crescimento, ainda era de indução. Em um primeiro momento, pelas exportações, em um segundo, pelo consumo, e finalmente por ele próprio. Ou seja, ainda não se configurava no ciclo recente um padrão comandado pelo investimento autônomo, como ocorria com frequência na era desenvolvimentista (Carneiro, 2010). A despeito do ciclo de redução dos juros, seu patamar ainda estava em condições inviáveis de estimular o incremento das taxas de investimento na economia brasileira.

No início de 2007, o Banco Central realizou previsões quanto ao comportamento futuro da taxa de inflação, colocando que do mesmo modo como evidenciado em relatórios anteriores, após o avanço inequívoco do processo de desinflação verificado em anos anteriores, o regime de metas de inflação ingressaria em uma nova fase, a da consolidação da estabilidade, que iria se firmar até o final de 2008, com a trajetória da inflação gravitando próximo ao centro da meta de 4,5% a.a. Ainda além, o relatório confirma que esse movimento seria natural e consistente com a trajetória internacional. (Relatório de Inflação, março de 2007)

A partir do mês de setembro, o Copom encerrou a trajetória de flexibilização das taxas de juros, que permaneceu em 11,25% a.a. Em seu informe daquele mês, o Copom avaliou que se elevou a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas viesse a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda e do mercado de fatores poderia ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Ainda além, as perspectivas para esse repasse, bem como para a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, dependeriam de forma crítica das expectativas para a inflação, que continuariam sendo monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, o Copom informou que, embora o setor externo tivesse o efeito de moderar a inflação no setor transacionável, o aquecimento da demanda doméstica poderia desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável, como, por exemplo, sobre os preços dos serviços (Ata do Copom, 131ª reunião).

No trecho final, ficou visível a afirmação do Copom de que a permanente valorização do câmbio favoreceria a moderação da inflação. Mesmo assim, o discurso atentava para o “perigo” de recrudescimento do processo inflacionário. De fato, houve crescimento em relação ao ano anterior, no entanto, em patamar bem menor do que a elevação do crescimento

do PIB. Além disso, após vários anos o investimento obteve uma leve retomada, o que era indicativo da melhoria da sustentabilidade do crescimento da economia. Justamente nesse momento, o Banco Central reafirmava seu compromisso com a austeridade e colocou fim ao ciclo de queda das taxas de juros.

Sobre esse ponto, o Copom afirmou que assinalava a importante contribuição do investimento para ampliar a capacidade produtiva. Esse fator, aliado à ajuda do setor externo, vinha atuando no sentido de mitigar pressões inflacionárias. Entretanto, o Copom avaliou que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deveria continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado naquele ano, continuaria podendo colocar riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária (Ata do Copom, 131ª reunião).

Um novo ciclo de aperto monetário foi iniciado em 2008, exatamente quando os efeitos deletérios da crise começavam a se disseminar a partir do centro. O Copom alegou que, diante dos sinais de aquecimento da economia, em função da aceleração de certos preços no atacado e da trajetória dos núcleos de inflação, e da rápida elevação das expectativas de inflação, eram relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguiria evoluindo de forma consistente com a trajetória das metas. O Copom considerava, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas tenderiam a aumentar o risco da dinâmica inflacionária (Ata do Copom, 134ª reunião).

**Tabela 2 - Juros oficiais em % ao ano - Países selecionados com Regime de Metas de Inflação**

	ago/08	dez/08	nov/09
<b>PAISES AVANÇADOS</b>			
Austrália	7,25	4,25	3,50
Canadá	3,00	1,50	0,25
Nova Zelândia	8,00	5,00	2,50
Noruega	5,75	3,00	1,50
Reino Unido	5,00	2,00	0,50
Suécia	4,50	2,00	0,25
<b>PAISES PERIFÉRICOS</b>			
África do Sul	12,00	11,50	7,00
Israel	4,00	2,50	0,75

Coréia	5,25	3,00	2,00
Indonésia	9,00	9,25	6,50
Tailândia	3,75	2,75	1,25
Brasil	13,00	13,75	8,75
Chile	7,75	8,25	0,50
México	8,25	8,25	4,50
Peru	6,25	6,50	1,25
Hungria	8,50	10,00	7,00
Polônia	6,00	5,00	3,50
Rep. Checa	3,50	2,25	1,25
Turquia	16,75	15,00	6,50

Fonte: Freitas (2010)

Até o final de 2008, o Copom elevou a taxa de juros de 11,25% a.a. para 13,75% a.a., em um universo temporal bastante reduzido, de 6 meses. Enquanto vários bancos centrais pelo mundo atuaram de maneira a reduzir os juros expressivamente, como indica a tabela 2, procurando reativar o crédito e melhorar as condições de liquidez mediante a ampliação da expansão monetária, no Brasil, a adesão irrestrita ao regime monetário de metas de inflação exigia da autoridade monetária a realização de operações para garantir que a Selic caísse abaixo da meta de 13,75% no ultimo trimestre de 2008 (Freitas, 2010).

Na visão de Freitas (2010), não havia razão na alegação da existência de descompasso entre oferta e demanda doméstica, uma vez que a capacidade de produção da economia, necessária à acomodação do crescimento da demanda, estava em ampliação. A crença na blindagem da economia brasileira, em razão da execução exemplar das “lições de casa do mercado”, parece ser uma explicação plausível para a elevação da meta da Selic, complementar ao diagnóstico de “ritmo acelerado de expansão da demanda”.

À época, sob o posicionamento do Banco Central e da não convergência com outros bancos centrais ao longo do mundo, Luiz Gonzaga Belluzzo observou que o Banco Central não poderia viver num a esfera apartada da nação. O Banco Central deveria agir como tal, desdobrando-se em esforços para prover a economia de crédito a custos compatíveis e não se portar como um governo paralelo. Ainda além, apontava que assistíamos à reafirmação de um princípio de independência que não hesitava em colocar suas supostas prerrogativas à frente das prioridades da economia nacional num momento grave como o então vivenciado<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Trecho de entrevista concedida ao portal Carta Maior, em dezembro de 2008. Disponível em [www.cartamaior.org.br](http://www.cartamaior.org.br)

Contrário aos efeitos negativos no lado real da economia e questionando a efetividade da retomada altista dos juros, Yoshiaki Nakano colocou que em relação ao controle da taxa de inflação, eram dúbios os efeitos daquela elevação dos juros e das próximas que iriam vir. Como nas elevações anteriores, a decorrente apreciação cambial teria efeitos deflacionários sobre os bens comercializáveis. Buscou salientar que todos sabiam que a alta da taxa de inflação se devia fundamentalmente à inflação importada, isto é, ao aumento dos preços de alimentos, petróleo e derivados, produtos siderúrgicos e outras commodities, todas com pressões vindas do exterior, o que confirmava que a taxa de juros brasileira seria incapaz de afetá-la (Folha de São Paulo, 20/04/2008).

De maneira análoga, o ex- ministro da fazenda Antônio Delfim Netto exprimiu severas críticas a postura do Banco Central, afirmando que a decisão não tinha respaldo técnico, além de contar com grande insensibilidade, uma vez que o cenário era de queda de confiança dos agentes, fato que poderia ser amenizado com a flexibilização e não manutenção de elevado patamar das taxas de juros, enquanto dezenas de bancos centrais no mundo sinalizavam na direção de sua redução (O Estado de São Paulo, 13/12/2008).

Por outro lado, existem posicionamentos favoráveis à atuação do Banco Central. Um de seus ex-presidentes, Gustavo Loyola, não só apoiou a postura austera de elevação dos juros, como também teceu duras críticas a membros do governo. Para ele, era de se lamentar que o Banco Central fosse vítima de críticas por parte de integrantes do próprio governo, ainda que disfarçadas em sugestões alternativas à política monetária. Ainda chegou a proferir que ainda bem que o mercado não prestava nenhuma atenção a tal orquestra desafinada, preferindo apenas ouvir seu solista mais virtuoso. Em caso contrário, o dano às expectativas poderia ser grave a ponto de ameaçar o atual ciclo favorável de investimentos que beneficiaria o Brasil (Valor Econômico, 28/04/2008).

Ao final de 2008, o Banco Central informou que o ritmo de atividade econômica havia sido intenso, sustentado essencialmente pelo dinamismo da demanda interna. Por outro lado, no ambiente atual, caracterizado pela perspectiva de redução acentuada do crescimento da economia global, a manutenção dos sólidos fundamentos macroeconômicos na economia brasileira não constituiria condição suficiente para evitar que desdobramentos da crise internacional se propagassem internamente, por exemplo, com repercussões sobre o balanço de pagamentos e nível de atividades. Certamente, os impactos sobre a economia brasileira seriam menores do que os observados em outras economias relevantes. Mas ainda assim, a perspectiva para o nível de atividades no último trimestre de 2008 e em 2009 mostravam-se menos favorável. Essa avaliação era apoiada, por exemplo, pela redução no grau de confiança

de consumidores e de empresários, bem como pelos resultados relativos ao quarto trimestre, que evidenciam arrefecimento na produção da indústria e nos investimentos (Ata do Copom, 139ª reunião).

Inicialmente, nota-se que o diagnóstico contempla o início de enfraquecimento da demanda interna, associado também com os possíveis desdobramentos negativos da crise internacional, somado ainda com a queda de confiança seja do consumidor, seja dos empresários de maneira geral. Ainda assim, o Copom optou pela manutenção do patamar das taxas de juros em 13,75% a.a. por quase quatro meses, retomando a flexibilização somente a partir do ano seguinte. A lentidão da autoridade monetária frente ao arrefecimento das condições econômicas que se seguiam na economia interna e, sobretudo, no centro, não pôde passar despercebida.

Embora o IPCA tenha aumentado novamente, atingido 5,9 % a.a. ao final de 2008, o valor ainda estava longe da banda superior e o crescimento do PIB foi de 5,2%, reduzido em relação ao ano anterior, mesmo com o aquecimento da demanda no primeiro semestre. Ainda que os argumentos convencionais de que o produto potencial da economia estava no limite e que a inflação tenha aumentado em consequência, a propagação da crise e das condições de incerteza no centro não deixou dúvidas de que a economia brasileira teria que exercer medidas com o intuito de preservar o nível de emprego e renda. A postura do Banco Central seguiu na direção contrária no primeiro momento, um dos mais essenciais.

Na situação de elevada aversão ao risco e de “empoçamento” da liquidez nas instituições de maior porte, a manutenção da taxa de juros básica em patamar elevado piorou ainda mais as condições de crédito, tanto para empresas como para bancos de médio e pequeno porte, acelerando o caminho da economia brasileira para a recessão. (Freitas, 2010).

O Banco Central só começou a afrouxar a política monetária em janeiro de 2009, com o corte de um ponto percentual da taxa Selic, que ficou no patamar de 12,75% a.a. em termos nominais. Iniciou-se um ciclo de cortes até que a Selic chegasse ao seu menor patamar histórico até então de 8,75 a.a. em linha com as projeções do IPCA que estavam abaixo do centro da meta (Freitas, 2010). Ao final de 2009, as projeções se concretizaram e a inflação fechou o ano em 4,31% a.a., abaixo da meta de 4,5% a.a.

Apenas no mês de março de 2009, o Copom atuou de maneira feroz na redução dos juros, destacando que entendia que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras, pela deterioração da confiança dos agentes e pela contração da atividade econômica global, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção. Esse desenvolvimento deveria contribuir para conter as pressões inflacionárias, mesmo diante

das consequências do processo de ajuste do balanço de pagamentos e da presença de mecanismos de realimentação inflacionária na economia, abrindo espaço para flexibilização da política monetária. (Ata do Copom, 141ª reunião).

No entanto, o trecho final da Ata é bastante emblemático do caráter da gestão do Banco Central. A despeito de todas as características negativas em termos do produto e da deterioração das expectativas dos agentes, o Copom ainda fez questão de frisar a possibilidade de recrudescimento da inflação, mostrando a possibilidade de rever seu posicionamento a qualquer momento.

Mesmo com a queda dos juros, a lentidão no diagnóstico do Banco Central foi colocada por José Luis Oreiro que afirmou que a desconsideração do caráter eminentemente financeiro, via crédito bancário, da crise que se abateu sobre a economia brasileira no final de 2008 pode ter levado o Banco Central a fazer um julgamento equivocado a respeito da necessidade de uma redução rápida e forte da taxa de juros. Com efeito, os modelos de previsão utilizados pela autoridade monetária brasileira, ao desconsiderarem o canal do crédito, podem ter induzido a diretoria do Copom não só a avaliar de maneira equivocada o *timing* e a magnitude do efeito de uma redução forte da taxa de juros sobre a produção industrial como ainda pode tê-los induzido a sobre-estimar o impacto da desvalorização do câmbio sobre os preços. Daqui se segue que o uso de modelos inadequados pode ter retardado o ciclo de redução da taxa básica de juros e levado o Banco Central a optar por uma estratégia gradualista ao invés de um tratamento de choque (Valor Econômico, 01/12/2009).

O problema da atuação da diretoria do Banco Central era acreditar que sua única missão era cumprir o regime de meta de inflação. Não se preocupava com o crescimento econômico e/ou o desemprego. Mas a realidade se encarregou de lhe demonstrar como o desemprego provocaria inadimplência e acabaria atingindo outra missão prioritária de todos os bancos centrais: dar suporte ao sistema bancário, evitando a instabilidade no sistema<sup>8</sup>.

Em resposta aos críticos, o Banco Central insistia em seu mandato de guardião da estabilidade, esgrimindo argumentos sobre a lentidão da queda do IPCA comparativamente à queda no nível de atividades (Freitas, 2010).

O movimento de afrouxamento da política monetária terminou no mês de julho quando a Selic chegou ao patamar de 8,75% a.a., o menor registrado até então dentro do regime de metas de inflação. A partir de setembro, a manutenção dos juros foi justificada levando em conta, por um lado, a flexibilização da política monetária implementada desde

---

<sup>8</sup> Disponível em <http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2010/02/18/atuacao-do-banco-central-do-brasil-na-crise/>

janeiro e, por outro, a margem de ociosidade dos fatores produtivos, entre outros fatores. Assim, o Comitê avaliou que esse patamar de taxa básica de juros era consistente com um cenário inflacionário benigno, contribuindo para assegurar a manutenção da inflação na trajetória de metas ao longo do horizonte relevante e para a recuperação não inflacionária da atividade econômica (Ata do Copom, 145<sup>a</sup> reunião).

Em 2010, o manejo da taxa de juros por conta de um aumento na Selic que subiu dois pontos percentuais, passando de 8,75% a.a. para 10,75% a.a. ao final do ano não foi suficiente para evitar o aumento da inflação que chegou a 5,92%. Segundo o IBGE, 40% do total do IPCA daquele ano teve como origem a inflação dos alimentos, cujos preços subiram 10,39% em 2010, por conta de choques de ofertas oriundo de pressões climáticas (O Estado de S. Paulo, 07/01/2011). Ou seja, os fatores que contribuíram decisivamente para o aumento do IPCA não se relacionavam diretamente com o comportamento da demanda agregada, revelando certo exagero por parte do Copom em aumentar a meta da Selic à época.

A trajetória de aumento foi retomada no mês de abril. O Copom informou que a despeito da reversão de parcela substancial dos estímulos introduzidos durante a recente crise financeira internacional, desde a última reunião, aumentaram os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas. À luz desse quadro, prevaleceu o entendimento entre os membros de que competiria à política monetária agir de forma incisiva para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos (Ata do Copom, 150<sup>a</sup> reunião).

Assim, a operacionalização da política monetária pelo Banco Central até o final da gestão anterior, caracterizou-se por um nítido viés contracionista. Ou seja, todas as vezes que a inflação corrente superava a meta de inflação e/ou avaliava-se que a demanda agregada crescia acima do produto potencial, o Copom elevava rapidamente a meta da taxa de juros, sem levar em consideração os efeitos colaterais negativos dessa decisão sobre o nível da atividade econômica. Porém, jamais efetuou, com igual celeridade, cortes na meta da Selic nas ocasiões em que a inflação corrente ficou abaixo do centro da meta. Essa adesão estrita ao receituário do regime de metas evidenciava igualmente a convicção do presidente do Banco Central e da maioria dos membros do Copom de que a inflação é por natureza um fenômeno estritamente monetário, que se traduz em descompasso entre a demanda e a oferta (Fundap, 2012).

## **2.3 IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA NO AMBIENTE ECONÔMICO (2003-2010)**

Em síntese, podemos dividir a política econômica do governo Lula em duas fases. A primeira delas, que cobre praticamente todo primeiro mandato (2003-2006), foi marcada pelo aprofundamento da agenda neoliberal, dando a essas políticas um caráter ortodoxo conservador. A segunda fase que cobre todo segundo mandato (2007-2010) foi marcada por uma intervenção mais forte do Estado na economia, recuperando sua capacidade de investimento, além de orientar os investimentos privados no sentido de ampliar a infraestrutura básica do país. Mesmo assim, o comando da política econômica ainda continuou refém do mercado financeiro. Para isso, em muito contribuiu a ação do Banco Central que, ao invés de atuar decisivamente na implantação de uma estratégia consistente e sustentável de autodefesa dos interesses do país, permaneceu refém dos interesses do mercado financeiro nacional e internacional.

Destarte, as linhas mestras do regime de política macroeconômica do governo FHC (sistemas de metas de inflação, superávits primários e câmbio flutuante) foram mantidas pelo governo Lula.

Continuou forte em vários núcleos do Estado a ideia de que as políticas econômicas só teriam efeitos sobre a estabilidade ou instabilidade de curto prazo, afetando muito pouco, ou quase nada, o desenvolvimento econômico de longo prazo. Nessa perspectiva, as políticas econômicas deveriam se direcionar a estabilidade de preços, uma vez que o crescimento seria originário do estabelecimento de normas e organizações que garantissem o direito de propriedade, além da busca pela redução dos custos de transação e da melhora nas expectativas dos agentes, potencializando assim o funcionamento completo dos mercados (Teixeira e Pinto, 2012).

Após a consolidação da estabilidade de preços e o abandono da âncora cambial, esperava-se que a taxa Selic pudesse ser reduzida de forma significativa, aproximando-se das taxas contemporaneamente verificadas no resto do mundo. No entanto, isso não aconteceu, mesmo a despeito da expressiva inflexão na instância da política fiscal – com o cumprimento de metas de superávit primário de cerca de 4% do Produto Interno Bruto (PIB) –, a partir de 1999. No período de 1999 a 2008, a taxa Selic real média foi superior a 10% a.a.<sup>9</sup> (Modenesi, 2010).

---

<sup>9</sup> A taxa real de juros efetiva tende a permanecer num patamar “excessivamente elevado” não só com respeito ao valor observado em outros países – de fato, o Brasil é o país com a mais alta taxa de juros real do mundo – mas

O elevado patamar das taxas de juros observado além de possuir impactos negativos tanto sobre a área fiscal quanto, potencialmente, sobre o próprio processo de acumulação interno, pode contribuir para uma trajetória de valorização cambial mediante atração de dólares para o país. Esta valorização, longe de ser um efeito colateral indesejado, é o método que o Banco Central perseguiu para combater pressões inflacionárias (Pinkusfeld, 2010).

O ponto fundamental a ser destacado é que apesar da retórica pró-sistema de metas de inflação, diferentemente de outros países que o adotam, este regime opera no Brasil sob taxas altíssimas de juros reais. Essa política tem na verdade elevados custos sociais e econômicos implícitos e que raramente são estimados e divulgados para o conjunto da sociedade. A economia brasileira é, portanto, um caso de figura em que a estabilidade de preços não pode ser considerada um bem ou um valor em si, pois tal valor sempre seria bruto. Para estimá-lo em termos líquido, seria necessário, por exemplo, computar-se o conjunto de custos implícitos em matéria de desemprego, baixo e instável crescimento econômico e concentração funcional e pessoal da renda. Afinal, os efeitos positivos da baixa inflação obtida com essa estratégia podem estar sendo completamente compensados pelos efeitos negativos de uma economia com crescimento lento e instável (Marques-Pereira e Bruno, 2011).

A dinâmica recente da inflação brasileira foi comandada por choques exógenos de preços e pela inércia resultante da indexação formal de parcela expressiva do IPCA ao IGP-DI. Assim, além dos impactos originados nas elevações significativas das commodities, de que o Brasil é grande exportador, há uma passagem adicional e automática desses choques através dos preços administrados cujo critério principal de reajuste é o IGP-DI, cuja evolução sofre grande influência do índice de preços por atacado, exatamente aquele que reflete de maneira mais fidedigna esses choques. A escolha do Banco Central foi clara, diante de um choque de preços exógenos significativo, optou por desacelerar drasticamente a demanda como forma de evitar a passagem desse choque para os preços livres, pondo em prática a chamada contenção secundária, e buscou apreciar a taxa de câmbio para diminuir a intensidade desse último nos preços das commodities denominados em reais (Carneiro, 2005).

---

também com respeito a qualquer estimativa minimamente plausível do valor de equilíbrio da referida taxa. O “problema dos juros” decorre da fixação de metas declinantes de inflação – em função do objetivo de se obter uma taxa de inflação de 4.0% ao ano no longo prazo - em conjunto com a ausência de qualquer tipo de mecanismo de “expurgo” dos efeitos sobre a inflação da ocorrência de choques de oferta. Além disso, o setor financeiro brasileiro, por intermédio do “mecanismo das expectativas inflacionárias”, pode exercer uma forte pressão no sentido de impedir uma queda da taxa real de juros abaixo de um patamar considerado “razoável” para os integrantes desse setor. Uma análise mais cuidadosa das declarações públicas dos representantes do sistema financeiro brasileiro indica que o mesmo não está disposto a aceitar uma taxa real de juros abaixo de 9% ao ano. Nesse contexto, o “mecanismo das expectativas inflacionárias” pode ser um importante instrumento pelo qual o sistema financeiro brasileiro faz com que a política monetária seja conduzida com base nos seus interesses específicos (Oreiro e Passos, 2004).

O governo tem buscado manter a inflação sob controle, delegando ao Banco Central a tarefa única de controlar essa variável. Para tanto, lhe concede autonomia para determinar a taxa de juros. Diante de um choque de oferta (uma elevação dos preços dos insumos importados, ou da taxa de câmbio), o Banco Central eleva a taxa de juros para impedir que o aumento de custos seja repassado aos preços. No curto prazo, uma taxa de juros elevada e permanente, como tem sido o caso brasileiro, permite que investidores obtenham ganhos muito maiores na aplicação de recursos no mercado financeiro do que na realização de investimentos em plantas e equipamentos, de sucesso muito mais incerto (Pinkusfeld, 2010).

Nas condições brasileiras, em especial, em que essas elevadas taxas de juros são pagas principalmente por títulos públicos, livres de riscos de mercado e liquidez, o investimento privado é particularmente prejudicado. Uma taxa de juros mais elevada reduz, portanto, a taxa de crescimento da demanda, via redução dos planos de investimento e, mesmo, da atividade produtiva. Assim, a rigidez que marca a política monetária no país é uma das razões – ainda que não a única – para que o desempenho da economia brasileira esteja ainda abaixo do seu potencial.

O que mais chama a atenção é a baixa sensibilidade da inflação à taxa de juros. Ou seja, uma elevação da taxa Selic tem reduzido impacto de desinflação. Esta constatação é séria, pois, no regime de metas de inflação, a taxa de juros é o principal instrumento de combate à inflação. Como a taxa Selic é pouco potente para conter os preços, o Banco Central precisa mantê-la em níveis excessivamente elevados para que as metas de inflação sejam cumpridas (Pinkusfeld, 2010).

A taxa de câmbio também se reduz em resposta a um aumento na taxa Selic. O excesso de rigidez na política monetária – ao criar um elevado diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa – é um dos fatores a contribuir para o expressivo processo de valorização do real, verificado a partir de 2003. Estudos recentes (Bastos e Braga, 2010) mostram que o canal do câmbio tem sido persistentemente mais importante para o controle da inflação que um eventual controle da demanda. Alternativamente, mostram que, além de a origem dos focos inflacionários não resultar de eventuais excessos de demanda, os choques de oferta – que claramente ocorreram em 2008, com a pressão sobre os preços via elevação das cotações das *commodities* –, por seu turno, são contra-arrestados por valorizações cambiais, e não por contração da demanda (Pinkusfeld, 2010).

Como observou Serrano e Summa (2008), embora o aumento da inflação doméstica não tenha sido resultado do excesso de demanda agregada doméstica, mas sim do aumento do ritmo de crescimento dos preços internacionais das *commodities* em dólares, a elevação da

taxa de juros diminuiu a inflação ao apreciar a taxa de câmbio de maneira mais rápida do que antes. A taxa de juros mais alta também diminuiu o crescimento do crédito ao consumidor e do PIB.

Esse fato leva a uma interessante observação: apesar da mudança do regime cambial em 1999, a taxa de câmbio continua sendo usada como o instrumento central no combate à inflação, ainda que num contexto de maior flexibilidade dada pelo câmbio flutuante. A busca incessante pela sua valorização segue na contramão do crescimento econômico, como mostra Bresser Pereira (2010). Para ele, a principal razão pela qual alguns países de renda média ou emergentes crescem rapidamente e "*catch up*", enquanto outros ficam para trás, é que os primeiros neutralizam, enquanto os últimos deixam de neutralizar, a chamada tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio. Após vários anos estudando a relação entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico, sua conclusão mais geral é que o obstáculo fundamental que os países de renda média enfrentam para alcançar os desenvolvidos é essa tendência da moeda nacional a uma crônica e cíclica sobreapreciação.

É importante observar que a trajetória da taxa de juros envolve duas questões: o nível e a variação. Caso o Banco Central aja com timidez, ou de forma conservadora, no processo de redução dos juros, e conseqüentemente, do diferencial entre juros internos e piso externo, fica estabelecido um patamar interno muito elevado. Assim, as variações nos juros visando compensar choques, de demanda ou de custo, ainda que proporcionalmente pequenas, acabam por alçar este patamar a níveis excessivamente elevados. Este novo nível, decorrente da manutenção de um patamar elevado no período de maior estabilidade, estaria acima daquele necessário para a estabilização econômica, a menos que ocorresse uma mudança de condições externas ou internas, extremamente severa. Certamente o período comentado apresenta uma destas oportunidades perdidas em relação à redução do nível dos juros. Trata-se de um período em que o patamar poderia ter sido reduzido para valores bem mais baixos (Pinkusfeld, 2010).

A evolução das contas públicas tem sido fortemente influenciada pela política monetária. É inequívoco o impacto negativo da política monetária sobre as contas públicas: a despeito da obtenção de superávits primários robustos, da ordem de 4,0% do PIB, em média, verificaram-se déficits nominais entre 1,5% e 5,8% do PIB entre os anos de 1999 e 2008. Ou seja, a despesa com o pagamento de juros da dívida pública foi, sistemática e consideravelmente, superior aos superávits verificados nas contas primárias do setor público. Nesse ponto, tem ocorrido uma espécie de dominância monetária: a política monetária tem impactado fortemente e de maneira negativa as contas públicas (Modenesi, 2010). O superávit

primário convertido em pagamento de juros por sua vez esteriliza essa renda transformando-a em riqueza dos detentores de títulos públicos. As proporções nas quais isto ocorre indica que o arranjo fiscal brasileiro tem se constituído num mecanismo contracionista da renda além de um instrumento de sua concentração (Carneiro, 2005).

**Tabela 3 - Indicadores Seleccionados das Contas Públicas no Período 2003-2008 (em % do PIB)**

<b>Ano</b>	<b>Dívida Líquida do Setor Público</b>	<b>Superávit Primário</b>	<b>Despesas Financeiras</b>	<b>Déficit Nominal</b>
<b>2003</b>	52,4	4,3	9,4	5,1
<b>2004</b>	47,0	4,2	6,6	2,4
<b>2005</b>	46,5	4,4	7,3	2,9
<b>2006</b>	44,7	3,9	6,9	3,0
<b>2007</b>	42,7	4,0	6,2	2,2
<b>2008</b>	36,0	4,1	5,6	1,5

**Fonte: BCB *apud* Modenesi (2010)**

A dominância monetária é exacerbada por uma peculiaridade da dívida pública brasileira, a existência de títulos indexados à taxa básica de juros. As chamadas LFTs (Letras Financeiras do Tesouro) são títulos pós-fixados que evoluem de acordo com a taxa Selic. Na medida em que as LFTs constituíram parcela relevante do estoque da dívida pública mobiliária federal interna – até ultrapassando a metade do total como, por exemplo, em dezembro de 2005, quando alcançaram 52,0% –, a manutenção da taxa Selic em níveis muitos elevados resulta em um custo financeiro igualmente elevado: a despesa com o pagamento de juros da dívida pública foi, em média, igual a 7,4% do PIB, no período de 1999 a 2008, tendo alcançado o pico de 9,4%, em 2003, como observado na tabela 3 (Modenesi, 2010).

Com base nesta condição, foi muito difundida a proposição de que a Selic – enquanto um prêmio de risco – estava em patamar elevado para induzir os investidores a carregar títulos públicos. Como o elevado estoque da dívida pública e seu perfil de má qualidade – curta maturidade média e elevada participação de LFT, indexadas à Selic –, o Banco Central não poderia reduzir a taxa de juros sob pena de comprometer a demanda por seus títulos. Delfim Netto (2005) e Giambiagi (2002), entre outros, consideram que a fragilidade das contas

públicas explica o excesso de rigidez da política monetária. Eles sustentam que zerar o déficit nominal do setor público é uma pré-condição para a redução da taxa básica de juros. Trata-se de uma aplicação do conceito de efeito deslocamento: uma expansão dos gastos públicos geraria uma elevação da taxa de juros que, por sua vez, desestimula (ou desloca) parcela do investimento privado (Modenesi, 2010).

Enquanto, por um lado, uma elevação da taxa Selic gera um ganho de bem-estar relativamente pequeno (um aumento da taxa de juros tem impacto pouco expressivo sobre a inflação), por outro lado, uma ampliação da taxa Selic reduz o nível de bem-estar social, notadamente ao implicar uma redução do nível de atividade econômica – com um correspondente aumento no desemprego – e uma deterioração das contas públicas. Além disso, uma elevação da taxa Selic causa uma valorização do real que, ao prejudicar a competitividade do setor produtivo doméstico, desestimula as exportações, o que tende a deteriorar as contas externas e a comprometer, ainda mais, a atividade econômica. Em suma, a experiência recente indica que o balanço entre custos e benefícios da política monetária é, francamente, desfavorável (Modenesi, 2010).

Em nota técnica de 2010, o Dieese afirma que políticas de abastecimento para mitigar impactos negativos de choques externos e mudanças nos mecanismos de financiamento de curto prazo da dívida pública para reduzir os juros podem iniciar um debate público que altere os rumos da política econômica no combate à inflação, especialmente quando sua elevação decorre de fatores conjunturais como choques de oferta e/ou especulativos, internos ou externos, como o que se observa nos últimos meses daquele ano. Em outras palavras, será uma oportunidade de discutir um dos traços mais perversos que impedem uma aceleração do crescimento no Brasil: o “rentismo” que beneficia apenas aqueles que estão no topo da pirâmide de renda.

Fica nítido que o regime de política macroeconômica durante o governo Lula foi a expressão dos movimentos contraditórios que se desenvolvem no aparelho de estado que, mesmo parecendo caóticos e contraditórios no curto prazo, são a evidência dos interesses hegemônicos da fração bancário-financeira nacional e internacional no bloco no poder. A variável-síntese desse processo foi a taxa de juros.

A partir dessa perspectiva, o debate a respeito do nível da taxa de juros não poderia ser limitado ao campo do pensamento econômico e de suas soluções técnicas, já que esta variável é o elemento central para expressar os conflitos das frações do bloco no poder. Em outras palavras, o manejo do regime de política macroeconômica condensa ao mesmo tempo: a dimensão das soluções técnicas prescritivas de doutrinas do pensamento econômico; o poder

político da fração bancário-financeira, que se materializa pela sua representação no “centro de poder” do sistema estatal brasileiro: o Banco Central; e o poder econômico desta fração bancário-financeira, que pode ser observado pelas elevadas taxas de lucros dos grupos econômicos dos segmentos bancário-financeiro; e o poder ideológico dessa fração, que conseguiu incorporar de forma incontestável ao conjunto da sociedade a ideia de que o combate à inflação deve ser realizada a qualquer custo e, mais importante, com um único instrumento: a taxa de juros elevada (Teixeira e Pinto, 2012).

O poder econômico da fração bancário-financeira, viabilizado pelo regime de política macroeconômica, foi a expressão de seu poder político no aparelho de Estado, materializado pela independência operacional do Banco Central – principal “centro de poder” do sistema estatal brasileiro – que foi comandado por representantes dos interesses diretos e indiretos desse segmento (Teixeira e Pinto, 2012).

A independência operacional do Banco Central foi a maior expressão do poder político desses segmentos, a despeito dos argumentos em defesa de tal medida, que advogam que isso garantiria a despolitização do debate, ou seja, as medidas tomadas seriam soluções técnicas prescritivas construídas de forma neutra. É evidente que esse argumento é uma falácia, pois os resultados das medidas adotadas pelo Banco Central geram ganhadores e perdedores. E foi a fração bancário-financeira quem mais ganhou nesse jogo (Teixeira e Pinto, 2012).

Na mesma linha, Erber (2008a; 2008c *apud* Modenesi 2010) contribuiu para o aprofundamento dessa tese, sugerindo que a excessiva rigidez monetária poderia ser explicada pela ótica da economia política. As altas taxas de juros não configurariam um problema de natureza exclusivamente macroeconômica. Trata-se do resultado de uma influente coalizão de interesses formada em torno da manutenção dos juros em níveis elevados.

Como o autor bem ressalta, há uma coalizão de interesses enraizada em torno do binômio juro alto-valorização cambial. Mas não se trata de uma típica situação em que o agente (Banco Central) é capturado pelo principal (rentistas). A coalizão<sup>10</sup> é benéfica não

---

<sup>10</sup> Nas palavras de Erber: “Existe, pois, uma ampla e poderosa constelação de interesses, estruturada ao longo do tempo em torno à combinação altos juros/câmbio valorizado, que estabeleceu uma convenção de que estes elementos são essenciais para o desenvolvimento do país. (...). Esta coalizão de interesses tem poderosos instrumentos para transmitir suas mensagens. O mais explícito está nas mãos do sistema financeiro, como demonstrado na crise do segundo semestre de 2002, que tão efetivamente domou o governo entrante. Mas há outros instrumentos, mais sutis, como o financiamento de campanhas políticas, as relações com os membros do Congresso, os “anéis burocrático-empresariais” de que, no passado, falava Cardoso, o sociólogo, e as relações com a mídia, que difunde a convenção de estabilidade. O Banco Central é um membro necessário desta coalizão – é a instituição que concebe e executa a política monetária – sem que isto implique, necessariamente, numa “captura” no sentido da “escolha pública”. Para o estabelecimento da coalizão, basta que o Banco Central e os membros privados derivem benefícios conjuntos da mesma política– no caso, o prestígio de cumprir as metas e os lucros derivados dos altos juros e do câmbio valorizado” (Erber, 2008c *apud* Modenesi, 2010).

apenas para os rentistas – que lucram com aplicações financeiras –, como também para o próprio Banco Central, que se beneficia da reputação de ser um banco central conservador (Modenesi, 2010).

É possível considerar que a política monetária brasileira focada nas metas de inflação tem objetivos que vão além da estabilidade de preços. Como na maioria dos casos, a forma institucional de inserção internacional assumiu configurações nacionais subordinadas à racionalidade dos mercados financeiros globais. Este foi um fator fundamental que permitiu o surgimento de uma economia mundial de especulação (Drouin, 2001 *apud* Marques-Pereira e Bruno, 2011).

Combinando-se com essa configuração institucional, surge um regime monetário-financeiro cuja institucionalidade permite o seu controle por parte das finanças. Essa configuração estaria, portanto, na base da subordinação dos bancos centrais dos países emergentes às prerrogativas da acumulação financeira, particularmente às formas de revalorização rentista-patrimonial. No caso do Brasil, isso resulta em taxas de câmbio determinadas pelas demandas dos detentores de capital em mercados globais, no controle e na monitoração permanentes sobre os rumos da política econômica, bem como no objetivo de estabilidade de preços como hierarquicamente superior aos demais objetivos das intervenções públicas (Marques-Pereira e Bruno, 2011).

## CONCLUSÕES

Pode-se observar que a operacionalização da política monetária pelo Banco Central até o final de 2010, caracterizou-se por um nítido viés contracionista. Ou seja, todas as vezes que a inflação corrente superava a meta de inflação e/ou avaliava-se que a demanda agregada crescia acima do produto potencial, o Copom elevava rapidamente a meta da taxa de juros, sem levar em consideração os efeitos colaterais negativos dessa decisão sobre o nível da atividade econômica.

Também se pode concluir que as características básicas dos textos divulgados pelo Copom na maioria das reuniões analisadas durante o mandato do Banco Central entre 2003 e 2010 indicavam a importância do objetivo de estabilização dos preços. Além disso, mesmo com a economia crescendo a níveis reduzidos, sempre houve o alerta que se deveria levar em conta a maior volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais, o que forçava o reconhecimento da geração de incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação, que poderia acabar dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária

quanto à coordenação de expectativas dos agentes privados, levando a política monetária a se manter especialmente vigilante.

### **3. ANÁLISE DO MANDATO DO BANCO CENTRAL (2011-2012)**

O presente capítulo tem por objetivo analisar os dois anos iniciais da gestão de Alexandre Tombini no Banco Central, a partir de 2011, buscando nos discursos, nos comentários de especialistas e na bibliografia relacionada o caráter de cada gestão e compreender suas características essenciais e verificar a existência de rupturas em relação a gestão do período anterior.

Na sequência, analisaremos os impactos da atuação do Banco Central no ambiente macroeconômico de maneira geral entre 2011 e 2012.

#### **3.1 INTRODUÇÃO: O GOVERNO DILMA E A LINHAGEM DESENVOLVIMENTISTA EM AÇÃO**

A partir de 2006 e, especialmente, durante o segundo governo Lula (2007-2010), a política econômica brasileira sofreu uma inflexão, e os resultados macroeconômicos foram positivos em termos do crescimento do PIB, fortalecimento de grandes empresas nacionais (estatais e privadas), distribuição de renda e redução da pobreza (Morais e Saad Filho, 2011).

O desempenho macroeconômico insatisfatório gerou um debate no interior do governo Lula, ao final de 2005, entre a “visão neoliberal” e a “visão desenvolvimentista”. Esse debate teria levado à inflexão da política econômica quando a equipe econômica inicial foi substituída por defensores de uma política de maior ativismo do Estado, do qual a atual presidenta Dilma fazia parte. Apesar de não compartilharem um pensamento homogêneo, estes adotaram uma postura mais pragmática com base em três linhas: a adoção de medidas temporárias de estímulo fiscal e monetário para acelerar o crescimento e elevar o potencial produtivo da economia; a aceleração do desenvolvimento social por intermédio do aumento nas transferências de renda e elevação do salário mínimo; e o aumento no investimento público e a recuperação do papel do Estado no planejamento de longo prazo (Barbosa e Souza, 2010, *apud* Moraes e Saad Filho, 2011).

Ao contrário do que Moraes e Saad Filho (2011) chamaram de “visão neoliberal”, que subestimava o potencial de crescimento da economia, os desenvolvimentistas argumentavam que havia potencial não utilizado devido aos ganhos de produtividade “ainda não aproveitados” decorrentes de ganhos de escala, à elevação do emprego nos setores formais, deslocando os trabalhadores de menor produtividade, à indução do investimento privado, e à

abertura de novos mercados externos. Entretanto, esses ganhos só poderiam ser realizados se a taxa de crescimento fosse elevada pelo ativismo estatal fiscal e creditício, iniciando um círculo virtuoso que poderia elevar o crescimento anual do PIB em um ou dois pontos percentuais acima do estimado pelos adeptos da visão neoliberal.

O ativismo estatal deveria se voltar para a redução da desigualdade da distribuição de renda e para o aumento do investimento público. O primeiro objetivo foi concretizado por meio da expansão da Bolsa Família — um programa focalizado de garantia de renda mínima para famílias mais pobres — e da elevação real do salário mínimo, o que proporcionou também um aumento substancial das transferências para os aposentados e pensionistas da previdência social. O segundo objetivo levou a um grande programa de investimento plurianual, sobretudo em energia e transporte, que articulou o investimento público com o de empresas estatais e privadas especialmente por meio de concessões em infraestrutura, assim como uma forte expansão do crédito para investimento originado, principalmente, pelo setor bancário público (Morais e Saad Filho, 2011).

Desse modo, a transição do governo Lula para o governo Dilma trouxe consigo a oportunidade de dar sequência ao processo de inflexão observado na política econômica e, além disso, a possibilidade de avançar no tocante a revisão de questões como, por exemplo, a flexibilização do regime de metas de inflação, de modo a aumentar o poder discricionário da política monetária e de expandir sua conduta para além da estrita persecução da estabilidade de preços.

### **3.2 EVOLUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA (2011-2012)**

O crescimento do PIB atingiu 7,5% ao final do ano de 2010, enquanto a inflação, embora dentro dos limites estabelecidos pela meta, tenha atingido 5,91% a.a., maior valor observado desde 2004, o que serviu de alvo a críticas provenientes de analistas ou membros do mercado financeiro, sinalizando que o Banco Central deveria ter comportamento austero a partir do novo mandato, iniciado em janeiro de 2011.

Porém, o primeiro ano da gestão de Alexandre Tombini já apresentou diferenças significativas de várias ordens comparativamente à gestão precedente. Na administração da meta dos juros com o propósito de assegurar a convergência das expectativas para o centro da meta, a autoridade monetária trocou a estratégia de elevação tempestiva pela estratégia do gradualismo. Assim, em resposta às pressões inflacionárias associadas à elevação dos preços

internacionais das *commodities*, o Copom descartou a convergência rápida para o centro da meta e optou por elevar gradualmente a meta da taxa Selic em 1,75 pontos percentuais entre os meses de janeiro e julho de 2011<sup>11</sup> (Fundap, 2012).

Assim, nas cinco primeiras reuniões do Copom, a Selic teve trajetória de aumento, partindo de 10,75 % a.a. para 12,5% a.a., no mês de junho. Em sua primeira reunião, o Copom colocou que reconhecia um ambiente econômico em que prevaleceria nível de incerteza acima do usual, identificando riscos crescentes à concretização de um cenário em que a inflação convergiria não convergisse para o centro da meta. Desde a última reunião, teve seguimento a materialização de riscos de curto prazo com os quais o Copom trabalhava naquela oportunidade e a avaliação de que o cenário prospectivo para a inflação evoluiria desfavoravelmente (Ata do Copom, 156<sup>a</sup> reunião).

Na reunião seguinte, o Copom afirmou que estava prevendo dois momentos distintos para a trajetória de inflação, segundo o cenário central para 2011. No primeiro trimestre e nos dois seguintes, a inflação acumulada em doze meses tenderia a permanecer em patamares similares ou mesmo superiores àquele em que se encontrava naquele momento. Isso, em parte, pela elevada inércia trazida de 2010 e pelo fato de as projeções, contrastando com o observado em 2010, apontarem taxas de inflação próximas ao padrão histórico no trimestre junho/agosto de 2011. Entretanto, a partir do quarto trimestre, o cenário central indicava tendência declinante para a inflação acumulada em doze meses, ou seja, deslocando-se na direção da trajetória de metas (Ata do Copom, 157<sup>a</sup> reunião).

Dessa forma, o Banco Central parecia sinalizar que nas próximas reuniões, o comportamento ainda austero prevaleceria, como ficou evidenciado, mas que, em um segundo momento, a inflação convergiria a um patamar aceitável, o que poderia ser indicativo de flexibilização da política monetária.

Mesmo assim, no relatório de inflação do mês de junho, o Copom ponderou que contribuíram para a redução das taxas de juros domésticas, inclusive da taxa neutra, o aumento na oferta de poupança externa e a redução no seu custo de captação, as quais, em grande parte, eram desenvolvimentos de caráter permanente. Diante do exposto, mesmo considerando que a recuperação da atividade vinha ocorrendo mais lentamente, o Copom

---

<sup>11</sup>Essa mudança de estratégia foi acompanhada pelo abandono, em termos práticos, do horizonte temporal do ano-calendário para o cumprimento da meta de inflação. Definido no arcabouço institucional do regime brasileiro de meta de inflação, o horizonte temporal do ano-calendário contribuía para enrijecer ainda mais a condução da política monetária. Porém, ao estabelecer o ano de 2012 como o prazo para a convergência da inflação ao centro da meta, a autoridade monetária optou por alongar o horizonte temporal da política, evitando os efeitos deletérios de uma forte elevação da meta dos juros sobre o nível de atividade econômica, o custo financeiro da dívida pública e a taxa de câmbio do real (Fundap, 2012).

entendeu que, dados os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, qualquer movimento de flexibilização monetária adicional deveria ser conduzido com parcimônia (Relatório de Inflação, junho de 2011).

A observação do discurso presente nas atas de reuniões anteriores, bem como nos relatórios trimestrais de inflação aponta que não foi tão surpreendente, como foi divulgado amplamente pelos veículos de mídia, a postura do Copom em baixar em meio ponto percentual a taxa básica de juros na reunião do mês de agosto.

Em sua 161<sup>a</sup> reunião, o Copom destacou que o cenário central contemplou a moderação na expansão no mercado de crédito, para a qual contribuíram ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária recentemente colocada em prática. É importante dedicar especial atenção ao ressurgimento das políticas macroprudenciais.

A crise financeira global revelou as fragilidades do arcabouço teórico e normativo convencional utilizado para a definição dos objetivos e instrumentos de política monetária e de regulação financeira. Segundo Prates e Cunha (2012), as medidas macroprudenciais demonstraram capacidade de reforçar o papel das políticas monetária e fiscal na estabilização dos níveis de atividade e preços. Nesse contexto, essas medidas adotadas no final de 2010 surtiram o efeito desejado, de desacelerar o ritmo de expansão do crédito às pessoas físicas, e podem servir para evitar bolhas de consumo, contribuindo para a política anti-inflacionária.

Assim, o manejo dos percentuais de recolhimento sobre depósitos à vista e a prazo manteve-se como uma ferramenta adicional de política monetária (mesmo que implícito no âmbito do regime de metas de inflação), ampliando o raio de manobra do Banco Central na gestão das condições de liquidez da economia (Prates e Cunha, 2012).

Ainda sobre o mercado de crédito, considerou-se oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito. Assim, se reconheceu um ambiente econômico em que prevaleceu nível de incerteza crescente e que já se posicionou muito acima do usual, e identificaram-se riscos decrescentes à concretização de um cenário em que a inflação convirja tempestivamente para o valor central da meta. Dito de outra forma, o Copom ponderou que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulou sinais favoráveis.

Ainda além, foi diagnosticado que a demanda doméstica continuava a se apresentar robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Entretanto, iniciativas reforçavam um cenário de contenção das despesas do setor público. Também se apresentam como importantes fatores de contenção, a

substancial deterioração do cenário internacional e ações macroprudenciais implementadas. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal eram parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária seriam tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas (Ata do Copom, 157<sup>a</sup> reunião).

Pode-se dizer que essa decisão por parte do Banco Central sinalizou o nascimento de um período de inflexão na condução da política monetária sob a vigência do regime de metas de inflação<sup>12</sup>. Uma série de posicionamentos ora favoráveis ora contrários à flexibilização da política de juros foram realizados a partir daquele momento.

Loyola colocou que o Banco Central surpreendeu o mercado, de forma mais ou menos gratuita, sendo que não se configurava uma situação excepcional em que poderia surpreender ou se contrapor às expectativas de mercado. Segundo ele, as expectativas sobre a decisão do Banco Central estavam “ancoradas” na manutenção dos juros, o que se alinhava com toda a comunicação anterior, formal ou informal, com os agentes econômicos. Em sua visão, nada indicava que o Copom tivesse como cenário básico um choque desinflacionário vindo do exterior que demandasse o imediato afrouxamento monetário no Brasil (Valor Econômico, 05/09/2011).

Na mesma direção, o ex-presidente do BNDES e ex- ministro Luiz Carlos Mendonça de Barros já vinha se posicionando em oposição ao mandato de Alexandre Tombini , afirmando que houve mudança na forma de operar o regime de metas de inflação, alegando que as expectativas dos agentes não estavam sendo compreendidas pela instituição. Tal postura, em seu diagnóstico, teria influencia na aceleração da inflação (Valor Econômico, 17/06/2011).

O ex-diretor do Banco Central, Alexandre Schwartzman, se posicionou contra a decisão do Copom e fez alusão ao erro de diagnóstico da instituição no ano de 2008, que, em sua visão, foi correto à época. Ferrenhamente, colocou que não parecer ter havido nenhum

---

<sup>12</sup> A atitude do Banco Central pode ser interpretada como de maior autonomia em relação aos complexos, porém limitados, modelos econométricos de previsão. Além do fato de que nem todas as informações relevantes são quantificáveis, esses modelos de previsão incorporam apenas uma fração de informações importantes para a tomada de decisão da autoridade monetária. Por essa razão, diferentemente do que preconiza a ortodoxia, é importante que na operacionalização cotidiana da política monetária, em vez de se apoiarem em demasia e de forma acrítica nos modelos de previsão, os bancos centrais levem em consideração um amplo conjunto de informações qualitativas que lhes permitam interpretar corretamente a interação entre variáveis-chave, como juros, câmbio, preços dos ativos financeiros e o comportamento e as expectativas dos agentes formadas em relação ao futuro incerto. Esse parece ser o caso do Banco Central na gestão atual que assim evitou o erro cometido em setembro de 2008 quando a autoridade monetária subestimou a gravidade do efeito-contágio do aprofundamento da crise internacional, iniciando cortes nos juros básicos apenas em janeiro de 2009 quando a economia brasileira já se encontrava em grave recessão.

erro na formulação da política monetária nos tempos de crise. Pelo contrário, a velocidade de recuperação da economia e o comportamento das expectativas se mostraram consistentes com a meta de inflação, sugerindo adequação da política monetária. A partir daí, a discussão sobre o que foi a política monetária havia três anos ofereceria lições que pareceram ter sido solenemente ignoradas no ciclo em debate. Naquele momento, a taxa de inflação estava pouco inferior ao teto da banda, mas sofrendo os efeitos de um colapso da economia global que levou a uma considerável expansão da ociosidade na economia, cujos reflexos se fizeram sentir sobre a taxa de inflação, com o auxílio luxuoso de expectativas em plena convergência para a meta. Entretanto, já ao início do então presente ciclo de afrouxamento monetário, a inflação também estaria superior ao teto da banda, sob expectativas de inflação ainda consideravelmente acima da meta e com indicações de ociosidade muito menos favoráveis do que as observadas há três anos (Valor Econômico, 01/12/2011).

Por fim, Carlos Langoni, também ex-presidente do Banco Central, afirmou que a queda dos juros naquele momento colocava em xeque a credibilidade da instituição. O Banco Central teria que explicar muito bem, na ata, a fundamentação técnica da decisão, que tal postura não teria sido simplesmente resultado de pressões políticas. A função de um banco central independente e autônomo seria tomar decisões que não seriam necessariamente aquelas que pressões políticas desejariam (O Estado de São Paulo, 31/08/2011).

Em oposição à visão de Loyola e de Langoni, a observação das atas citadas anteriormente, bem como o discurso presente no relatório trimestral de inflação, ao contrário do que pronunciam, mostram claramente que o Banco Central tinha a consciência de que após as medidas macroprudenciais, bem como a sequência de uma trajetória de austeridade por parte da política monetária permitiriam que a inflação seguisse em convergência com a meta estabelecida, o que poderia permitir a flexibilização das taxas de juros, sem abrir mão da parcimônia. O texto foi bem claro ao enfatizar esse diagnóstico, portanto, tornando injustificáveis as críticas tecidas pelos ex-presidentes da instituição.

Na crítica de Schwartzman, o movimento da política monetária só poderia se justificado se o cenário externo proveniente, sobretudo da Europa, mostrasse sinais de deterioração contínua e permanente. Para ele, só intervenção divina ou uma crise bem mais séria fariam o serviço (referindo-se aos efeitos negativos propagados a partir da crise), sugerindo que ao Copom restaria torcer pela piora da situação europeia, ou uma súbita onda de religiosidade (Valor Econômico, 01/12/2011). Não que o Copom tenha feito torcida, como sugeriu Schwartzman, mas, um ano depois de sua afirmação, de fato, houve piora na situação europeia.

Por outro lado, houve posicionamentos favoráveis à atuação do Banco Central no tocante a redução dos juros para 12% a.a.. Nakano descreveu bem o tipo de “surpresa” que enfureceu uma série de analistas. Na sua visão, o Banco Central, que não tinha mais na sua diretoria atual funcionários de bancos privados, como ocorrido nas diretorias anteriores, surpreendeu os tesoureiros e economistas dos bancos privados, que estavam acostumados a uma relação, no mínimo, promíscua. Nessa relação, o Banco Central reagia às expectativas de inflação dos economistas dos bancos privados, materializadas na pesquisa Focus e nas taxas de juros futuras das operações efetuadas pelas tesourarias (Valor Econômico, 18/09/2011).

Ainda além, cunhou que a partir de então, a instituição estaria, de fato, independente do mercado. As vésperas das reuniões do Copom, a imprensa fazia a pesquisa informando o Banco Central, qual o aumento ou redução em que a maioria dos bancos e empresas de consultoria apostava, sendo que, obviamente, a maioria sempre acertava. Esse era o protocolo ou a liturgia seguida pelas diretorias anteriores do Banco Central, sempre ocupados por funcionários do sistema bancário. O abandono, na última reunião de agosto, desse protocolo, levou a grande surpresa e perplexidade do mercado financeiro. (Valor Econômico, 18/09/2011).

Belluzzo também se mostrou favorável ao corte de juros, a despeito do eventual recrudescimento do processo inflacionário. Em sua ótica, a inflação de serviços responde à política de juros por ser um setor impulsionado pela demanda. No entanto, o fortalecimento da inflação vem acrescido de mudança estrutural, com a entrada de mais de dois milhões de pessoas que estavam no programa Bolsa-Família para o mercado de trabalho. Essas pessoas melhoraram sua renda e a elasticidade renda/serviços é muito mais alta do que a dos bens básicos que elas consomem. Por fim, considerou ainda que para um economista convencional a receita, nesta situação, seria aumentar a taxa de juros e acabar com a inflação de serviços. No entanto, um banco central não pode se limitar a essa postura, ainda mais com o elevado patamar de juros praticados no Brasil (O Estado de São Paulo, 22/10/2011).

Delfim Netto, por sua vez, chegou a indagar sobre o que se deveria esperar das taxas de juros: controlar a inflação ou derrubar ainda mais o crescimento? Considerou que todos os bancos centrais, mesmo quando não previsto em estatuto, olham para o nível de atividade e sabem que a política monetária tem efeitos com defasagens variáveis, devendo olhar não apenas a taxa de inflação futura, mas também para o ritmo de crescimento futuro. Além disso, devem ser realistas quanto às condições físicas objetivas que levam ao altíssimo custo social de tentar corrigir desajustes estruturais (como é o caso do ajuste qualitativo entre a oferta e a demanda no mercado de trabalho) reduzindo o crescimento do PIB à custa do aumento da

taxa de juros real, com o que se destrói, colateralmente, o equilíbrio fiscal (Valor Econômico, 06/09/2011).

Até mesmo do lado de quem participou da implementação do regime de metas de inflação no Brasil a postura do Banco Central não foi surpreendente. Na visão do ex-diretor de política econômica da instituição, Sergio Werlang, o sistema não foi colocado em xeque e surpresas esporádicas fazem parte da política monetária, desde que não sejam muito frequentes. Além disso, considerou que a previsibilidade perfeita por conta dos agentes não é um pressuposto do regime de metas de inflação. (Valor Econômico, 09/09/2011).

De agosto até a última reunião do Copom, no final de novembro, a Selic se reduziu até o patamar de 11% a.a. No relatório de inflação do mês de setembro, o Banco Central observou que as previsões de crescimento para os principais blocos econômicos sofreram reduções generalizadas e de magnitudes significativas com o agravamento da crise fiscal na Europa e de tensões da mesma natureza nos Estados Unidos e que o ambiente econômico internacional mais restritivo tenderia a permanecer por um período mais prolongado, apresentando viés desinflacionário tanto para a economia mundial como para a economia doméstica. Ponderou ainda que ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica de juros seriam consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012 (Relatório de Inflação, setembro de 2011).

Ao final do ano, o IPCA vivenciou variação maior em relação ao ano anterior, atingindo 6,5% a.a., respeitando o limite relativo à banda superior da meta pré-estabelecida. Na ata da última reunião do Copom, em novembro, a autoridade monetária reafirmou a visão de que a inflação teria atingido o pico no terceiro trimestre e iria passar a arrefecer. Ao contrário da expectativa, a desaceleração foi suficiente para que o IPCA ficasse dentro do teto da meta, evitando assim que o Banco Central tivesse que se explicar, em carta aberta, ao ministro da Fazenda.

O Banco Central iniciou o ano de 2012 de maneira fortalecida, revertendo a desconfiança inicial do mercado. A comunicação da instituição, bastante questionada desde o começo da gestão de Alexandre Tombini, sofreu intensa crítica com a decisão do Copom, em agosto, de cortar a Selic de maneira abrupta. No entanto, a piora da crise na Europa mostrou que o cenário projetado pelo Banco Central era o correto e o mercado, desde então, passou a seguir com mais atenção os sinais da autoridade. A desconfiança do mercado também veio à tona como consequência da adoção de medidas macroprudenciais em detrimento da política convencional de alta de juros única e exclusivamente, bem como também o estreitamento da

relação entre a autoridade monetária e o Ministério da Fazenda - que contribuiu para a política monetária no sentido de abrir espaço fiscal para o corte de juros (Valor Econômico, 02/01/2012).

Na primeira reunião do Copom, realizada em janeiro, deu-se sequência ao processo de afrouxamento da política monetária, com a Selic sendo reduzida para 10,75% a.a. O Banco Central reafirmou sua visão de que a inflação acumulada em doze meses tenderia a seguir em declínio e se deslocar na direção da trajetória de metas. O Copom também avaliou que, por si só, a inversão na tendência da inflação contribuiria para melhorar as expectativas dos agentes econômicos, em especial dos formadores de preços, sobre a dinâmica da inflação para os próximos trimestres. Por fim, o Copom sinalizou que as próximas reuniões levariam a taxa Selic ao patamar de um dígito por considerar que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre do ano passado foi maior do que se antecipava e pela indicação de postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia (Ata do Copom, 164ª reunião).

A decisão de colocar de forma explícita, no texto da última ata do Copom, que a taxa básica de juros chegaria a um dígito naquele ano foi exclusiva do presidente da instituição, Alexandre Tombini. Pela primeira vez na história do regime de metas para a inflação, a indicação de qual é o caminho provável para a Selic no curto prazo foi tão clara. O cenário contemplado na ata era consensual no Banco Central e foi discutido na primeira reunião do ano, mas o primeiro copião da ata, que é redigido pela diretoria de Política Econômica, não incluía o item 35, que trata exatamente desse aspecto. O presidente buscou dar maior transparência à comunicação com o mercado, um dia depois que o Federal Reserve em seu comunicado informou que a taxa de juros americana ficaria no patamar atual até 2014 e formalizou meta de inflação de 2% no ano (Valor Econômico, 02/02/2012).

Na reunião do mês de março, conforme previsto, a taxa Selic foi reduzida para 9,75% a.a. Desde a reunião de agosto do ano anterior, os cortes realizados eram de 0,5 pontos percentuais. Naquela oportunidade, o nível de afrouxamento foi um pouco superior, equivalente a 0,75 pontos percentuais. Novamente, o Copom salientou que em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade estava se moderando em consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Diante disso, o Copom avaliou que o cenário internacional manifestava viés desinflacionário no horizonte relevante (Ata do Copom, 165ª reunião).

No início de maio, o governo, por intermédio do ministério da fazenda, anunciou uma alteração na regra de remuneração da caderneta de poupança. Sempre que a taxa básica de juros passasse a ser igual ou menor do que 8,5% ao ano, os novos depósitos da poupança seriam corrigidos por 70% da Selic. As aplicações já existentes permaneceram com a regra de rentabilidade em vigência: juros fixos de 0,5% ao mês (6,17% ao ano) mais a variação da Taxa de Referência (TR). Dessa forma, a regra de remuneração da poupança deixou de ser uma trava ao contínuo movimento de queda dos juros no país, de acordo com o entendimento de especialistas (Valor Econômico, 04/05/2012).

Na esteira do acontecimento, no final do mês, o Copom reduziu a taxa Selic para 8,5 % a.a., menor patamar até então da taxa básica de juros. Além de reduzir a taxa básica de juros, o Copom praticamente assegurou que promoveria novos cortes nas reuniões seguintes. As palavras do comunicado da reunião anterior, realizada em abril, foram repetidas. Para justificar o corte na Selic e sinalizar com a possibilidade de novas reduções, o Copom observou que permaneciam limitados os riscos para o comportamento da inflação e que, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo estaria se mostrando desinflacionaria (Ata do Copom, 167ª reunião).

No relatório de inflação do mês de junho, foi observado que a inflação ao consumidor, no acumulado em doze meses, teve um recuo nos últimos meses, reflexo de desaceleração de preços livres. Prospectivamente, a continuidade da trajetória declinante da inflação acumulada seria favorecida pelo processo de desinflação global, em ambiente onde prevalecem perspectivas de crescimento modesto da economia mundial (Relatório de Inflação, junho de 2012).

Na reunião do Copom do mês de julho, a taxa básica de juros da economia brasileira se reduziu para 8% a.a., menor patamar da história do Copom, criado no ano de 1996. A decisão foi tomada em meio a uma expectativa quase unânime quanto ao tamanho do corte. O Copom, como em reuniões anteriores, relatou que diante do exposto, mesmo considerando que a recuperação da atividade vinha ocorrendo mais lentamente do que se antecipava, por conta dos efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, qualquer movimento de flexibilização monetária adicional deveria ser conduzido com parcimônia (Ata do Copom, 168ª reunião).

Na sequência da divulgação da ata, o presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, afirmou que em um ambiente internacional adverso que tem afetado a confiança dos empresários, o comércio externo e as condições de financiamentos nos mercados internacionais, os canais de transmissão da política monetária não têm operado em sua

plenitude e, aparentemente, as defasagens têm sido maiores do que em situações de normalidade (Valor Econômico 23/07/2012).

Na reunião de agosto, o Copom continuou dando sequência ao processo de afrouxamento monetário, posicionando a taxa Selic em 7,5% a.a., entendendo que se o cenário prospectivo viesse a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deveria ser conduzido com máxima parcimônia, o que sinalizou a possibilidade de interrupção da tendência nas próximas reuniões. O cenário central com que trabalhou o Copom pressupôs que a economia brasileira cresceria em um ritmo mais intenso no segundo semestre e em 2013, mantendo a avaliação de que a demanda tenderia a se apresentar robusta, especialmente o consumo das famílias, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito. A ata ainda colocou que a demanda doméstica sofreria efeitos dos cortes já realizados na taxa básica de juros que são defasados e cumulativos (Ata do Copom, 169<sup>a</sup> reunião).

Em meio ao cenário de redução do crescimento global, a presidenta Dilma, na Assembléia Geral da ONU, considerou que apesar da redução conjuntural do crescimento brasileiro, estava se garantindo a manutenção do nível de emprego em patamares extremamente elevados. Além disso, defendeu o equilíbrio entre as medidas de austeridade e de estímulo ao crescimento. Para ela, havia sido superada a visão incorreta que contrapunha, de um lado, as medidas de incentivo ao crescimento e, de outro, os planos de austeridade (Valor Econômico, 25/09/2012).

No mês de outubro, o Copom anunciou mais um corte na taxa básica de juros da economia, para 7,25% a.a. O Copom relatou em sua ata que considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional, entendia que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado seria a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para meta, ainda que de forma não linear. A magnitude desta nova redução foi menor (0,25 pontos percentuais), como foi antecipado pelo comunicado emitido ao fim da reunião anterior e, pelo discurso, o Copom traduziu que o ciclo de afrouxamento monetário teria se encerrado e o patamar de 7,25% a.a. tendendo a se estacionar (Ata do Copom, 170<sup>a</sup> reunião).

O Banco Central confirmou expectativas e no final do mês de novembro manteve a taxa básica de juros da economia brasileira em 7,25% ao ano. A decisão, tomada por unanimidade, foi anunciada pelo Copom. A meta da taxa Selic estabilizou-se após cair 5,25 pontos percentuais em função de dez cortes consecutivos promovidos pelo colegiado entre 31

de agosto de 2011 e 10 de outubro de 2012. O conteúdo principal do comunicado foi idêntico ao da reunião de outubro e sinalizou uma Selic estável por longo período, na avaliação de analistas pelo menos até fim de 2013 (Valor Econômico, 28/11/2012).

### **3.3 IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA NO AMBIENTE MACROECONÔMICO (2011-2012)**

Decorridos quase dois anos do governo Dilma, já se configura uma tendência ou sentido de conjunto que este governo imprime à sua política econômica e financeira, não apenas na acepção de gestão macroeconômica, mas no conceito de uma economia política que lida com os aspectos mais estruturais da produção e repartição do excedente econômico. Um dos aspectos cruciais da política econômico-financeira do início do governo Dilma, ausente em todos os anteriores, incluindo o governo Lula, foi o enfrentamento em curso do sistema financeiro, no que diz respeito à determinação dos juros internos, levando ao estabelecimento de patamares reduzidos e, por via de consequência, da fatia da renda social que vai aos detentores da riqueza financeira (Correio da Cidadania, 13/09/2012).

Não obstante a manutenção do tripé de política macroeconomia, formado pelo regime de meta de inflação, regime de flutuação cambial e metas de superávit primário, houve a opção explícita pelo crescimento econômico como um objetivo central da política econômica. Ainda, ampliou-se o leque de instrumentos utilizados na condução das políticas monetária, fiscal e cambial, as quais, adicionalmente, passaram a ser tratadas com grau de importância mais simétrico e foram implementadas de forma articulada e harmônica (Fundap, 2012).

O governo Dilma iniciou uma mudança gradual, cautelosa e ainda incompleta para o novo regime de política macroeconômica, agora voltada para o crescimento econômico acelerado, solidificando compromisso com a estabilidade. Logo após assumir o governo, a presidente estabeleceu como meta acabar com a pobreza e, explicitamente, estabeleceu a meta de crescimento do PIB de 5% a.a. Assumiu compromissos de manter o controle fiscal<sup>13</sup>, mas

---

<sup>13</sup> Dentro dessa linha de ação, a equipe econômica do governo Dilma tem afirmado que um elemento crucial na estratégia de redução da taxa de juros, iniciada em meados de 2011, é a obtenção de um superávit primário robusto para permitir uma queda consistente e contínua da relação dívida pública/PIB. No entanto, Oreiro (2012) aponta que os ganhos em termos de redução de juros parecem ser mais o resultado da flexibilização do regime de metas de inflação do que da continuidade da queda da relação dívida pública/PIB. Assim, o governo da presidente Dilma pode estar cometendo um erro crasso ao manter um elevado superávit primário durante uma fase de desaceleração do crescimento, na tentativa de reduzir a dívida pública/PIB abaixo de 30%. Em sua visão, seria mais sensato reduzir o superávit primário e usar a "folga de caixa" para aumentar o investimento público em infraestrutura. Essa política permitiria um aumento da produtividade do capital, em função dos claros efeitos

anuncia a intenção reduzir a taxa de juros, como se consubstanciou ao longo dos dois anos iniciais de governo. A política fiscal adquiriu caráter mais restritivo para abrir espaço para uma política monetária menos restritiva. (Valor Econômico, 11/09/2012).

Na visão de Teixeira e Pinto (2012), as recentes mudanças nas relações do Estado com o segmento bancário-financeiro, deflagradas no enfrentamento da postura dos bancos privados na manutenção de elevados spreads na oferta de produtos e serviços bancários, proporcionaram uma maior autonomia relativa<sup>14</sup> do governo diante das frações de classes.

Como já colocado anteriormente, nos últimos anos do governo Lula, começaram a aparecer fissuras na hegemonia da fração bancário-financeira em decorrência tanto do fortalecimento de outras frações (segmentos exportadores e de parte da indústria nacional) como dos efeitos econômicos e ideológicos da crise financeira internacional. A política deliberada de acúmulo de divisas, que possibilitou as medidas anti-cíclicas de combate à crise internacional, evidenciou a redução das restrições externas do país. Com isso, reduziu-se o poder dos mercados financeiros doméstico e internacional em questionar a orientação da política econômica nacional por meio de saídas abruptas de capital. Além disso, no plano político-ideológico a crise internacional desgastou a teoria econômica ortodoxa cuja ideia de que mercados financeiros livres associados a bancos centrais independentes seriam os mecanismos mais eficientes em promover o bem-estar da população (Teixeira e Pinto, 2012).

A inflação, ao lado dos juros e do câmbio, está entre os principais nós a serem desatados pela presidenta e se relaciona com as decisões de contingenciamento fiscal, salário mínimo, aumento de juros, desvalorização ou não do real e relação comercial com outros países. O governo Dilma começou pressionado com o risco da volta inflacionária e uma série de medidas adotadas nesses primeiros meses esta relacionada a esse tema, como se evidenciou pelo ciclo inicial de aperto monetário praticado pelo Banco Central no primeiro semestre de 2011.

---

de transbordamento positivos do investimento público sobre os investimentos do setor privado, viabilizando assim um crescimento mais robusto do PIB no médio e longo prazo (Valor Econômico, 13/09/2012).

<sup>14</sup> As mudanças nas relações entre o sistema financeiro e o Estado brasileiro, deflagradas pela política monetária menos ortodoxa com redução mais rápida da taxa Selic, bem como a redução dos juros dos bancos públicos, ficaram mais claras no governo Dilma e expressam a ruptura da hegemonia do segmento bancário-financeiro no bloco no poder. Isso não significa dizer que esse segmento vai deixar de obter elevadas taxas de lucro, mas sim que ele já não tem a capacidade alcançar os seus objetivos por cima dos outros interesses dos demais segmentos do bloco no poder e fora dele e que ele tem menor influência na condução do padrão de acumulação brasileiro. No entanto, nenhuma fração conseguiu ainda se consolidar como hegemônica no bloco de poder, pois a trajetória futura do padrão de crescimento brasileiro não está clara. Com isso, o Estado consegue aumentar sua autonomia relativa diante dos diversos interesses do bloco no poder, configurando oportunidade única para direcionar novos rumos (Teixeira e Pinto, 2012).

Na visão de Nakano, o Banco Central começou a mudar o regime de sua política no final de 2010, utilizando medidas macroprudenciais para controlar o crédito, em vez da elevação maior na taxa de juros. Efetivamente, no final do mês de agosto de 2011, o Banco Central promoveu uma verdadeira ruptura com o regime anterior, acabando com a relação promíscua que sustentava com o setor financeiro, iniciando um processo de redução na taxa de juros contra as expectativas do mercado. A imprensa, à época, documentou amplamente a fala dos economistas e tesoureiros de bancos sobre quebra de protocolos e de confiança. No entanto, de fato, finalmente, o Banco Central tornou-se independente do mercado financeiro. (Valor Econômico, 11/09/2012).

Isso se deu como reflexo da mudança da diretoria da instituição em favor de funcionários de carreira em lugar de egressos de mercados, cuja agenda não se sabe qual realmente seria, ou que, no mínimo, tornavam a autoridade monetária mais sensível do que deveria ser às demandas e visões do mercado, como evidenciado na gestão anterior do Banco Central.

Com sucessivos estímulos tributários à demanda agregada e desoneração tributária de alguns setores industriais e dos investimentos produtivos, particularmente nos setores afetados pela concorrência externa, o governo Dilma transformou, inicialmente, a política fiscal num instrumento mais ativo, voltado para tentar estimular o investimento e o crescimento. Muitas dessas ações se tratam de ajustes conjunturais ou compensações para tentar neutralizar a apreciação da taxa de câmbio, que tornou as tarifas de importação altamente negativas (Nakano, 2012).

Na visão de Oreiro, o segundo semestre de 2012 marcou a guinada da economia para o modelo exigido pela presidenta Dilma. A política econômica deixou de ser focada primordialmente no incentivo ao consumo e voltou-se para a ampliação da oferta e do investimento, com a redução das tarifas de energia, o pacote de concessões em infraestrutura e a inclusão de mais setores na desoneração da folha de pagamento. Todas essas medidas tiveram por objetivo reduzir os custos da indústria, indicando a existência de uma mudança de percepção em relação ao governo Lula, quando se diagnosticou que os estímulos à demanda deveriam ser acrescidos da alteração da rentabilidade da indústria (Folha de São Paulo, 23/09/2012).

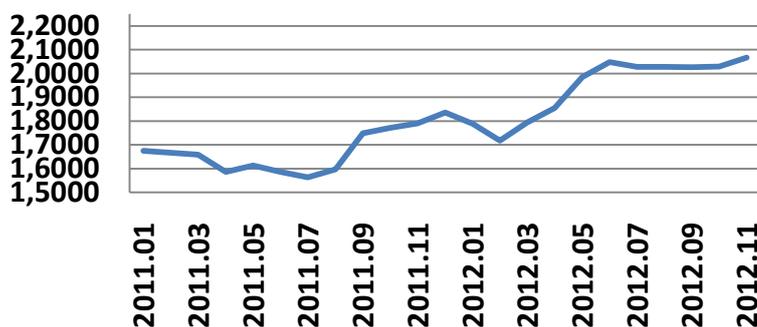
No governo Dilma, é possível apreender três importantes alterações correlacionadas na gestão do regime de flutuação cambial. A primeira diz respeito exatamente à maior coordenação entre o Banco Central e o Ministério da Fazenda em relação aos objetivos da política cambial *stricto sensu*. Essa maior coordenação foi coroada com a decisão de tornar o

Conselho Monetário Nacional (CMN) o órgão responsável pela regulação do mercado de derivativos, simultaneamente à adoção de novas medidas com foco nas transações desse mercado para conter a apreciação cambial, conforme explorado a seguir. Como a dinâmica do mercado de derivativos cambiais tem papel fundamental na trajetória da taxa de câmbio, na prática essa decisão tornou o órgão um dos responsáveis pela gestão da política cambial (Fundap, 2012).

A segunda mudança refere-se ao leque de objetivos macroeconômicos da política cambial e, conseqüentemente, suas respectivas metas, os instrumentos utilizados e a estratégia de intervenção no mercado de câmbio. A crescente deterioração da competitividade externa da indústria brasileira tornou-se certamente uma preocupação das autoridades econômicas do governo Dilma. Para conter essa deterioração, o patamar da taxa de câmbio tornou-se uma meta adicional da política cambial, ao lado do acúmulo de reservas e da redução da volatilidade do preço da moeda estrangeira. (Fundap, 2012).

A terceira mudança consiste no arsenal de instrumentos utilizados para atingir os objetivos e metas subjacentes à política cambial. A eficácia dessa política depende da correlação de forças entre a autoridade monetária e os agentes privados no mercado de câmbio. O êxito das intervenções oficiais no sentido de manter a taxa de câmbio no patamar desejado e/ou de atenuar sua volatilidade é inversamente proporcional ao grau de abertura financeira da economia. Diante do elevado diferencial entre os juros internos e externos, para deter o movimento de apreciação cambial o Banco Central e o Ministério da Fazenda, agora em sintonia, recorreram não somente aos instrumentos de controle de capitais *stricto sensu*, mas também a mecanismos de regulação financeira prudencial. (Fundap, 2012). O gráfico 3 mostra a tendência da trajetória cambial nos dois últimos anos, demonstrando comportamento diferenciado em relação à tendência observada nos oito anos que se seguiram a partir de 2003.

**Gráfico 3 - Taxa de Câmbio Nominal ( R\$/US\$)**



Fonte: IPEADATA

Finalizando este item, não é demais lembrar que por se tratar de um governo em andamento, as conclusões obtidas até o momento não são definitivas. No entanto, o apanhado geral da política econômica designada até o final de 2012 permitiu observar uma maior convergência entre a política monetária e as demais políticas do governo visando à persecução da meta de inflação juntamente com a sustentação do crescimento.

A despeito dos esforços colocados em prática pelo governo durante o ano, o nível de crescimento observado foi bastante inferior ao projetado, o que foi alvo de severas críticas seja por parte de analistas econômicos, seja pela imprensa internacional que chegou até a sugerir a demissão do ministro da fazenda<sup>15</sup>. Além disso, a inflação permaneceu em patamar semelhante ao ano anterior, o que contribuiu para aumentar a crítica dos que defendem que o Banco Central abandonou o tripé macroeconômico substituindo por um regime de câmbio fixo e metas de juros e crescimento.

Como bem destacado anteriormente, o Brasil não está imune ao processo de crise global que se arrasta desde o seu centro. Portanto, não é demais supor que ainda que o nível de crescimento tenha ficado aquém das expectativas, está em patamar semelhante ou ainda maior do que muitas economias desenvolvidas. O fundamental a se frisar é que durante o ano vários esforços foram desempenhados na busca de estimular o incremento do investimento na economia brasileira, seja pela continuidade de afrouxamento da política monetária, seja pelo lançamento de pacotes por parte do governo federal em infraestrutura e logística, e também por políticas visando o aumento da competitividade da indústria, desonerando folhas de pagamentos em vários setores e reduzindo o custo do crédito, tanto ao consumidor quanto ao

<sup>15</sup>Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/1197168-em-texto-sobre-a-economia-brasileira-the-economist-sugere-demissao-de-mantega.shtml>

empresário. Até o final de 2012, os efeitos das medidas sobre o crescimento foram reduzidos, o que não significa que não poderão se concretizar em maior escala para o próximo ano.

## CONCLUSÕES

Foi possível já no primeiro ano da gestão de Alexandre Tombini constatar diferenças significativas de várias ordens em relação à gestão anterior. Na gestão da meta dos juros com o propósito de assegurar a convergência das expectativas para o centro da meta, a autoridade monetária trocou a estratégia de elevação tempestiva pela estratégia do gradualismo. Assim, em resposta às pressões inflacionárias associadas à elevação dos preços internacionais das *commodities*, o Copom descartou a convergência rápida para o centro da meta e optou por elevar gradualmente a meta da taxa Selic em 1,75 pontos percentuais entre os meses de janeiro e julho de 2011 (Fundap, 2012).

A comunicação realizada pelo Banco Central também trouxe mudanças em relação ao mandato anterior. O texto evidencia mais a preocupação com as possibilidades de desaceleração do crescimento e, a despeito de ainda firmar o compromisso pelo objetivo de trazer a inflação para perto das metas estipuladas, o horizonte mais longo que passou a ser adotado fez com que a autoridade monetária tivesse margem para usar os instrumentos de política monetária conciliando as necessidades de estabilidade monetária com a necessidade de preservar o produto e o crescimento da economia.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A década de 1990 se caracterizou pelo consenso entre os teóricos da macroeconomia convencional, de que a estabilidade dos preços deve ser o foco exclusivo da política monetária, segundo o entendimento que, ao se manter a inflação baixa e estável, o bem-estar geral da população seria preservado. A adoção do regime de metas de inflação por parte de uma série de economias emergentes, no entanto, não garantiu que se reduzisse a volatilidade de uma série de variáveis como inflação, taxa de câmbio, produto e taxa de juros.

O formato que a política monetária assumiu nos países periféricos, como é o caso do Brasil, merece um estudo atento e cuidadoso. A existência de uma hierarquia de moedas e os impactos que os fluxos de capital exercem por conta dessas diferenças condiciona o raio de atuação desse tipo de política.

Foi a partir de evidências constadas acerca da importância do manejo que a política monetária que o objetivo desse estudo foi delimitado: entender se a gestão do Banco Central por parte de Alexandre Tombini, conseguiu, ao menos no período em discussão, romper com o chamado viés anticrescimento, característico da conduta adotada pelo Banco Central no período anterior.

A pesquisa tomou por base informações disponibilizadas pelo próprio Banco Central, a saber, nas atas das reuniões realizadas pelo Copom e os relatórios trimestrais de inflação, com o intuito de observar a comunicação da autoridade monetária perante o público; pela mídia através de jornais e/ou portais eletrônicos especializados; e, por fim, o recurso a bibliografia relacionada ao tema proposto à investigação permitiu concluir a veracidade da hipótese inicial de pesquisa. Assim, uma série de evidências nos levou a admitir a existência de um processo de ruptura em relação ao viés anticrescimento observada no mandato do Banco Central entre 2003 e 2010 e que a gestão durante os anos de 2011 e 2012 demonstra conciliar o uso dos instrumentos de política monetária a fim de perseguir a meta inflacionária estabelecida anualmente, bem como ter em mente a importância da condução da política monetária de modo não autônomo ao que se observa no lado real da economia.

A conclusão a que se chegou o presente trabalho foi construída a partir da construção de cada um dos três capítulos. Para entender a condução da política monetária pelo Banco Central e buscar a existência de continuidades ou rupturas entre o mandato de Henrique Meirelles e os dois primeiros anos do mandato de Alexandre Tombini, entendeu-se que era necessário resgatar a construção da institucionalidade que tem norteado a atuação da

autoridade monetária, ou seja, a análise do regime de metas de inflação, adotado no Brasil no ano de 1999.

Para tal, buscou-se recuperar o arcabouço teórico que deu origem ao chamado “novo consenso macroeconômico”, que nasceu por conta da combinação de questões tratadas pelas correntes denominadas Novos-Clássicos e Novos-Keynesianos. Assim, o capítulo inicial do trabalho fez questão de trazer as contribuições teóricas de cada uma dessas correntes, de modo a compreender a gênese da formulação do regime de metas de inflação. É importante considerar que essas contribuições teóricas fazem parte da chamada visão consensual ou *mainstream*.

Sabendo disso, foi oferecida a contribuição do pensamento denominado Pós-keynesiano, escola de pensamento que mais se manteve fiel ao ideário keynesiano, como forma de registrar a importância que Keynes atribuía à política monetária resgatando seus estudos sobre a moeda e os arranjos institucionais monetários e financeiros que desempenham papel crucial no desenvolvimento das economias capitalistas. Assim, a recuperação das contribuições oferecidas por essa corrente teve por intuito lembrar que o papel da política monetária deve ir além do que propugnado pelo novo consenso, qual seja, a estrita persecução da estabilidade dos preços.

Após a realização de discussão teórica, foi realizada a exposição dos aspectos institucionais referentes ao regime de metas de inflação no Brasil, bem como o apontamento de eventuais problemas relativos à sua condução, além de suas limitações.

Foram enumerados problemas como o fato dos propositores do regime de metas de inflação considerarem apenas a inflação de demanda, ignorando outros fatores com potencial maior para a trajetória da inflação e também o papel das expectativas no regime de metas de inflação que proporcionou a existência de uma relação direta entre as decisões do Copom e as expectativas do mercado, de viés altista, o que fez com que em seguidas oportunidades houvesse a deflagração do que Farhi (2004) denominou de incomoda promiscuidade em defesa do patamar elevado das taxas de juros, sem que as expectativas de agentes com poder real de formação de preço fossem consultados.

Destarte, o capítulo inicial nos levou à seguinte conclusão: a adoção do regime de metas de inflação, além de promover uma série de problemas, apresentava grande inconsistência e que a disciplina a seus fundamentos não era condição *sine qua non* para que a estabilidade monetária fosse garantida.

Tendo em vista essa conclusão, foi possível compreender a existência da possibilidade de que a política monetária pudesse ser conduzida de maneira diferenciada ao que está

propugnado no arcabouço teórico do regime de metas de inflação. Dessa forma, o Banco Central teria condições de utilizar os instrumentos de política monetária de maneira a não apenas se responsabilizar pela estabilidade monetária, como também contribuir para efeitos positivos no produto da economia.

Para observar a consistência dessa visão, os capítulos seguintes buscaram analisar o mandato de Henrique Meirelles (2003-2010) e os dois primeiros anos de Alexandre Tombini (2011-2012) no Banco Central e buscar nos discursos, nos comentários de especialistas e na bibliografia relacionada o caráter de cada gestão e compreender se os dois primeiros anos da gestão de Alexandre Tombini apresentou ruptura em relação ao viés anticrescimento do mandato anterior, objeto de hipótese que deu origem aos trabalhos.

A transição do governo FHC para o governo Lula foi marcada pela manutenção do tripé macroeconômico caracterizado pela obtenção de superávit fiscal, pela manutenção do câmbio flutuante e pelo regime de metas de inflação, o que atentou para a existência de transição conservadora. As evidências se afirmaram quando da publicação da “Carta ao Povo Brasileiro” pelo então presidente Lula, em junho de 2002, que confirmou o apoio a um programa de auxílio emergencial a ser prestado pelo FMI, negociado pelo governo, que continha cláusulas restritivas às políticas monetárias e fiscais a serem implementadas pelo futuro governo

Nas palavras de Freitas (2010), o mandato de Henrique Meirelles deflagrou um viés anticrescimento extremamente forte, caracterizado pela intensa persecução da meta de inflação e pela pronta reação a um aumento do IPCA, elevando a meta da Selic, o que contribuiu para a imposição de pesado ônus à economia devido ao impacto sobre o produto, os investimentos, o nível de emprego e renda e a arrecadação tributária.

Esse cenário teve a possibilidade de ser comprovado ao longo do segundo capítulo a partir da análise da evolução da política monetária desde a comunicação do Banco Central, oferecida a partir da análise das atas das reuniões do Copom e dos relatórios trimestrais de inflação, bem como as informações divulgadas pela mídia especializada e/ou pelo posicionamento de profissionais, seja do meio acadêmico ou do mercado, com relação às decisões de política monetária.

A operacionalização da política monetária pelo Banco Central até o final da gestão anterior, caracterizou-se por um nítido viés contracionista. Ou seja, todas as vezes que a inflação corrente superava a meta de inflação e/ou avaliava-se que a demanda agregada crescia acima do produto potencial, o Copom elevava rapidamente a meta da taxa de juros, sem levar em consideração os efeitos colaterais negativos dessa decisão sobre o nível da

atividade econômica. Porém, jamais efetuou, com igual celeridade, cortes na meta da Selic nas ocasiões em que a inflação corrente ficou abaixo do centro da meta. Essa adesão estrita ao receituário do regime de metas evidenciava igualmente a convicção do presidente do Banco Central e da maioria dos membros do Copom de que a inflação é por natureza um fenômeno estritamente monetário, que se traduz em descompasso entre a demanda e a oferta (Fundap, 2012).

De forma sucinta, podemos afirmar que as características básicas dos textos divulgados pelo Copom na maioria das reuniões analisadas durante o mandato do Banco Central entre 2003 e 2010 indicava a importância do objetivo de estabilização dos preços. Além disso, mesmo com a economia crescendo a níveis reduzidos, sempre houve o alerta que se deveria levar em conta a maior volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais, o que forçava o reconhecimento da geração de incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação, que poderia acabar dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto à coordenação de expectativas dos agentes privados, levando a política monetária a se manter especialmente vigilante.

Também se observou que para justificar tanto o aumento quanto a queda dos juros, os argumentos utilizados, embasados no nível de atividade e na expectativa dos preços não se alteravam. Por todo o momento, se procurou defender que a flexibilização da política monetária poderia se mostrar deletéria para o médio prazo, o que poderia por em risco o controle da inflação do período antecedente e, a partir daí, justificar o ciclo de aperto monetário.

Foi diagnosticado também que ciclos de aperto monetário foram iniciados nos momentos em que a economia global espalhava efeitos deletérios na economia real, por conta dos efeitos da crise que se deflagrou no segundo semestre de 2008. Enquanto, por um lado, houve posicionamento favorável a esse tipo de atuação, uma vez que a instituição deveria reforçar seu caráter independente e não ceder às pressões governamentais, por outro, houve um grupo que reafirmou a importância da flexibilização da política monetária de maneira a reverter a deterioração das expectativas dos agentes e de garantir o provimento da oferta de crédito, com vistas a evitar a queda do produto da economia. Assim, foi constatado a existência de um viés anticrescimento presente na comunicação realizada pelo Banco Central com o público durante o mandato anterior.

A transição do governo Lula para o governo Dilma trouxe consigo a oportunidade de dar sequência ao processo de inflexão observado na política econômica a partir de 2006 e,

além disso, a possibilidade de avançar no tocante a revisão de questões como, por exemplo, a flexibilização do regime de metas de inflação.

Já no primeiro ano da gestão de Alexandre Tombini foram constatadas diferenças significativas de várias ordens em relação à gestão anterior. Na gestão da meta dos juros com o propósito de assegurar a convergência das expectativas para o centro da meta, a autoridade monetária trocou a estratégia de elevação tempestiva pela estratégia do gradualismo. Assim, em resposta às pressões inflacionárias associadas à elevação dos preços internacionais das *commodities*, o Copom descartou a convergência rápida para o centro da meta e optou por elevar gradualmente a meta da taxa Selic em 1,75 pontos percentuais entre os meses de janeiro e julho de 2011 (Fundap, 2012).

A partir de meados de 2011, o Copom deu início a um processo de flexibilização contínuo da política monetária que se seguiu ininterruptamente até dezembro de 2012, o que foi alvo de extrema polêmica. Os grupos que defenderam a austeridade do Banco Central nos momentos de crise teceram duras críticas à autoridade monetária, afirmando que o formato do regime de metas de inflação estava sendo abandonado.

Por outro lado, analistas críticos ao posicionamento austero do Banco Central nos momentos de crise concluíram que a autoridade monetária começava a se preocupar com o crescimento econômico e que a relação de complementaridade entre o Copom e as expectativas altistas do mercado estaria chegando ao fim. Ainda além, afirmavam que mesmo com a inflação saindo do centro da meta nos dois últimos anos, não houve ruptura no processo de flexibilização da política monetária.

O uso de medidas macroprudenciais teve uma participação priorizada em detrimento da política convencional de altos juros. Também deve ser lembrado que houve o estreitamento da relação entre a autoridade monetária e o Ministério da Fazenda, fator que contribuiu fundamentalmente para a política monetária no sentido de abrir espaço fiscal para o corte de juros (Valor Econômico, 02/01/2012).

O enfrentamento da política de spreads elevados do setor financeiro privado através da intensificação da concorrência exercida pelas instituições financeiras públicas, que tiveram um papel proeminente na sustentação da renda e do nível de crédito desde a difusão dos efeitos deletérios da crise mundial de 2008, contribuiu para os esforços na busca de menores patamares da taxa de juros no Brasil.

A comunicação realizada pelo Banco Central também trouxe mudanças em relação ao mandato anterior. O texto evidencia mais a preocupação com as possibilidades de desaceleração do crescimento e, a despeito de ainda firmar o compromisso pelo objetivo de

trazer a inflação para perto das metas estipuladas, o horizonte mais longo que passou a ser adotado fez com que a autoridade monetária tivesse margem para usar os instrumentos de política monetária conciliando as necessidades de estabilidade monetária com a necessidade de preservar o produto e o crescimento da economia.

O trabalho se conclui evidenciando que o Banco Central entre os anos de 2011 e 2012, portanto, parece se desvincular do pensamento convencional e seguir de encontro ao ideário que postula que a moeda não é neutra e a política monetária tem efeitos duradouros sob o lado real da economia, ou seja, repercute não apenas sobre a inflação, mas também sobre a produção e o emprego.

O fato de o Banco Central mostrar se desvincular das exigências puras do receituário ortodoxo não significa dizer que houve um processo de ruptura total ao ideário propugnado pelo regime de metas de inflação. O que o trabalho pode diagnosticar foi que a autoridade monetária pode manejar os instrumentos de política monetária de maneira mais independente e menos estritamente compromissada com o objetivo da estabilidade dos preços. Assim, houve a possibilidade do raio de atuação da autoridade monetária ter sido ampliado e melhor coordenado com as demais políticas econômicas em relação ao que se observou no mandato anterior da instituição.

Por fim vale notar a presença de discussões acerca da substituição de metas para a inflação por metas de crescimento do PIB. Segundo Frankel (2012), os bancos centrais, ao longo da história, sempre anunciam regras e metas em termos de alguma variável econômica para comunicar suas intenções ao público, assegurar a prestação de contas e ancorar as expectativas. Já fixaram o preço do ouro, tiveram metas para a base monetária; e metas para as taxas de câmbio. Cada um desses planos, em algum momento, foram abandonados, seja por falta de ouro, mudanças na demanda por dinheiro ou por uma década de ataques especulativos que deslocaram o patamar das moedas (Valor Econômico, 21/12/2012).

A ideia predominante nos últimos dez anos foi a de que as metas para a inflação proporcionavam a melhor estrutura para a política monetária de um país. A crise financeira mundial iniciada em 2008, no entanto, revelou algumas desvantagens das metas inflacionárias<sup>16</sup>, análogas aos defeitos das metas cambiais, que ficaram vulneráveis às crises de câmbio da década de 90. A vantagem da meta de PIB nominal em relação à de inflação é sua solidez, em particular no que se refere a choques de oferta e choques das relações de troca. Para o autor, com uma meta de PIB nominal, o Banco Central Europeu poderia ter

---

<sup>16</sup> Maiores detalhes estão disponibilizados em: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting>

evitado o erro cometido em julho de 2008, quando reagiu à alta dos preços do petróleo elevando as taxas de juros para combater a inflação ao consumidor, logo quando a economia entrava em recessão. Da mesma forma, o Federal Reserve poderia ter evitado o erro de adotar um afrouxamento excessivo na política monetária em meados da década passada (Valor Econômico, 21/12/2012).

O fato de a política monetária ter objetivos múltiplos não significa, contudo, que o governo e o banco central devam adotar uma postura leniente em relação à inflação. Ocorre que não faz sentido reduzir a política monetária ao objetivo exclusivo da estabilidade de preços em detrimento do crescimento, principalmente em um mundo onde a incerteza habilita a moeda a afetar as variáveis reais como forma de proteção quanto aos acontecimentos futuros.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atas do Copom**. Várias reuniões. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?ATACOPOM>>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Vários números. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?RI>>

BASTOS, C. P. Análise e perspectiva da taxa de juros no Brasil. In. In. CARNEIRO, R; MATIJASCIC, M. (Org.). **Desafios do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: IPEA, 2011. 180 p. Cap. 9.

BRAGA, J. M. Inflação no Brasil nos anos 2000: Conflitos, limites e políticas não monetárias. In. CARNEIRO, R; MATIJASCIC, M. (Org.). **Desafios do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: IPEA, 2011. 180 p. Cap. 8.

BELLUZZO, L. G. Belluzzo defende decisão do Banco Central de cortar juros. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 22. out. 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **A tendência a sobreapreciação da taxa de câmbio**. São Paulo: Escola de Economia de São Paulo, FGV, nº 183, mar./ 2009. (Texto para discussão nº 183).

BRESSER-PEREIRA, L. C.; SILVA, C. G. da. **O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/ taxa de câmbio** In. OREIRO, J. L; PAULA, L.F. de SOBREIRA, R. (Org.). **Política Monetária bancos centrais e metas de inflação: Teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, 2009. 342 p.

CARDIM DE CARVALHO, F. J. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 25, nº 4 (100), p. 323-336, out./dez./2005.

CARNEIRO, R. O pacto conservador. **Política Econômica em Foco**, Campinas: IE-UNICAMP, nº 5, p. 1-4, jul./ 2005. Textos avulsos. Disponível em <[http://www.ieecon.net/PEF/Suplemento1\\_Boletim5.pdf](http://www.ieecon.net/PEF/Suplemento1_Boletim5.pdf)>. Acesso em 28. Nov. 2012.

DELFIN NETTO, A. Um viva para o Copom. **Valor Econômico**, São Paulo, 06. set. 2011.

DEOS, S. Novo-clássicos e Novo-keynesianos: algumas considerações sobre as semelhanças e diferenças nos fundamentos microeconômicos e no tratamento da dicotomia entre fenômenos monetários e reais. **Leituras de Economia Política**, Campinas, n. 7. 1999.

DIEESE (Org.). **Inflação e juros: é preciso mudar o debate**. 94. ed. São Paulo, 2011. 12 p.

FAHRI, M. Metas de inflação e o medo de crescer. **Política Econômica em Foco**, Campinas: IE-UNICAMP, seção III, n.4 p.73-91, mai./out./ 2004.

FREITAS, M. C. P. de. Banco Central Independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 2 (27), p. 269-293, ago. 2006.

FREITAS, M. C. P. de. Banco Central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação. In: CARNEIRO, R.; MARCOLINO, L.C. (org.) **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**, São Paulo: Publisher Brasil e Ed. Gráfica Atitude, 1ª ed, 2010. Cap. 6

FUNDAP (Org.). Política monetária e metas de inflação no Brasil em 2011. **Conjuntura Econômica em Foco**. Boletim de Economia, São Paulo, nº11, jan./2012.

LAVOIE, M. **Introduction to post-keynesian economics**. New York. Palgrave Macmillian. 1ª Ed. 2006.

LOYOLA, G. Não atrapalhem o Banco Central. **Valor Econômico**, São Paulo, 28. abr. 2008.

LOYOLA, G. Regime de Metas pra inflação agoniza. **Valor Econômico**, São Paulo, 05. set. 2011.

MARQUES-PEREIRA, J.; BRUNO, M. **Institucionalidade e política econômica no Brasil : uma análise das contradições do atual regime de crescimento pós-liberalização**. Brasília: CEPAL-IPEA, 2011. (Texto para discussão nº 26).

MARTINEZ, T. S.; CERQUEIRA, V. S. **Estrutura da inflação brasileira: determinantes e desagregação do IPCA**. Rio de Janeiro: IPEA, jul. 2011. (Texto para discussão nº 1634).

MENDONÇA DE BARROS, L. C. ; Sucesso econômico criou novos problemas. **Valor Econômico**, São Paulo, 17. jun. 2011.

MENDONÇA, H. F.; INHUDES, A. Transparência do Banco Central: uma análise para o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, vol. 30, nº 1 (117), p. 159-177, jan.; mar./ 2010.

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

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: Teoria e a experiência do Real**. São Paulo: Ed. Manole, 2005

NAKANO, Y. Finalmente a independência do Banco Central. **Valor Econômico**, São Paulo, 13. set. 2011.

NAKANO, Y. Juros na contramão. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 20. abr. 2008.

NAKANO, Y. Mudança de Regime. **Valor Econômico**, São Paulo, 11. set. 2012.

NEVES, A. L. **Uma análise pós-keynesiana do regime de metas de inflação sobre a distribuição de renda e o crescimento econômico**. 2007. 139 f. Dissertação (Mestrado) - Departamento de Ciências Sociais Aplicadas, UFPR, Curitiba, 2007.

MORAIS, L.; SAAD-FILHO, A. Da economia política a política econômica. **Revista de Economia Política**, vol. 31, nº 4 (124), p. 507-527, out./dez./ 2011.

OREIRO, J. L. Guinada ocorreu em concessões e reduções de tarifas. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 23. set. 2012.

OREIRO, J. L. Os erros do Banco Central na gestão da crise financeira. **Valor Econômico**, São Paulo, 01. dez. 2009.

PRATES, D. M. CUNHA, A. M. Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011. *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, v. 39, n. 4, p. 117-128, 2012;

SCHWARTSMAN, A. O “erro” de 2008 e o erro de 2011. **Valor Econômico**, São Paulo, 01. dez. 2009.

SERRANO, F. Juros, Câmbio e Inflação: dilemas para a retomada do desenvolvimento. In: BIASOTO JR, G.; PALMA E SILVA, L. A. (org.) **O Desenvolvimento em questão**, São Paulo: Ed. Fundap, 1ª Ed, 2010.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. **Observatório da Economia Global**, Campinas: Cecon, IE-Unicamp, nº 6, mar. 2011

SICSU, J. **A transição do modelo de política econômica**: uma transição do plano A para o plano A +. Disponível em: <[www.correiodacidadania.com.br](http://www.correiodacidadania.com.br)>. Acesso em: 05. dez. 2012.

SICSU, J. Teoria e evidências do regime de metas de inflacionárias. **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 1 (85), p. 23-33, jan./mar./ 2002.

SILVA, A. R. M.; HENNINGS, K.; GUTIERREZ, M. C. A Comunicação de Política Monetária no Regime de Metas para a Inflação: a experiência brasileira entre 1999 e 2009. In: **Dez Anos de Metas para a Inflação (1999-2009)**. Banco Central do Brasil Brasília, 2011.

SNOWDON, B. VANE, H. **Modern macroeconomics. Its origins, development and current state**. Massachusetts. Edward Elgar publishing, 2005.

TEIXEIRA, R. A.; PINTO, E. C. **A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico.** Rio de Janeiro, IE-UFRJ, 2012 (Texto para discussão nº 6).