

ANGELA VODONIS

**AS POLÍTICAS MONETÁRIAS DO GOVERNO LULA E SEUS IMPACTOS NO
SETOR PRODUTIVO**

Monografia apresentada como
requisito parcial à obtenção do título
de Bacharel em Ciências
Econômicas, Setor de Ciências
Sociais Aplicadas, Universidade
Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Demian Castro

CURITIBA

2005

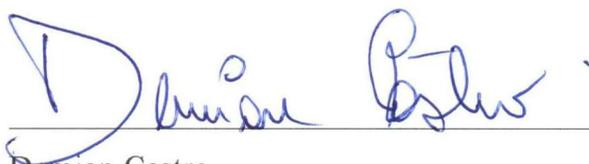
TERMO DE APROVAÇÃO

AS POLÍTICAS MONETÁRIAS DO GOVERNO LULA E SEUS IMPACTOS NO SETOR PRODUTIVO

ALUNA: ANGELA VODONIS

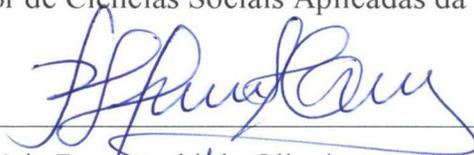
Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção da graduação do curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná, pela comissão formada pelos professores

Orientador:



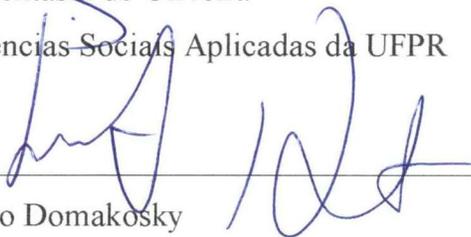
Demian Castro

Setor de Ciências Sociais Aplicadas da UFPR



Patrícia Rosentaski de Oliveira

Setor de Ciências Sociais Aplicadas da UFPR



Luiz Antônio Domakosky

Setor de Ciências Sociais Aplicadas da UFPR

Curitiba, 21 de novembro de 2005

RESUMO

Trabalho de monografia objetivando verificar qual o impacto de alterações da variável juros sobre a economia brasileira para o período que se estende de 2003 a primeiro semestre 2005, ou seja, é uma observação da importância da variável taxa de juros na definição do crescimento da economia. Trabalho estruturado em 3 partes. Primeiramente, no capítulo 2 apresenta-se o funcionamento da Política Monetária com instrumento de Política Econômica, seus instrumentos, bem como a instituição responsável pela execução das medidas monetária, o Banco Central. Em seguida expôs-se um retrospecto histórico sobre a economia brasileira para melhor contextualização do cenário a ser pesquisado no capítulo 4, quando procura-se abordar os impactos da política monetária na sociedade durante o período desde o ano pré-eleitoral até o início de 2005. Utiliza-se de dados macroeconômicos para comprovar a hipótese de que o aumento do juros reduz o crescimento da economia e finaliza-se o trabalho com uma análise das possíveis causas para a aplicação de uma política monetária restritiva no Brasil.

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	i
I INTRODUÇÃO	01
2 POLÍTICA ECONÔMICA E SEUS INSTRUMENTOS MONETÁRIOS, FISCAIS E CAMBIAIS	02
2.1 O INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA	03
2.1.2 O Banco Central do Brasil e o Copom	04
2.2 A POLÍTICA MONETÁRIA E SEUS EFEITOS SOBRE ALGUMAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS	09
3 ECONOMIA BRASILEIRA – RETROSPECTO HISTÓRICO	12
3.1 A POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA APÓS O PLANO REAL	12
4 A POLÍTICA MONETÁRIA DO GOVERNO LULA	17
4.1 O ANO ELEITORAL	17
4.2 A ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL E AS TAXAS DE JUROS	19
4.3 OS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA NO SETOR PRODUTIVO	21
4.3.1 Evolução da Taxa Selic, e o Crescimento do PIB	21
4.4 A POLÍTICA MONETÁRIA E OS IMPACTOS NO ESTADO, EMPRESAS E INDIVÍDUOS	30
4.4.1 O Estado	30
4.4.2 As Empresas	33
4.4.3 Os Indivíduos Consumidores	35
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS - FATORES QUE INFLUENCIAM A TOMADA DE DECISÃO QUANTO A POLÍTICA MONETÁRIA	37
6 CONCLUSÃO	40
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41
ANEXOS	44

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 4.1 – EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC	23
GRÁFICO 4.2 – VARIAÇÃO DO PIB VERSUS CRESCIMENTO DA TAXA SELIC	24
GRÁFICO 4.3 – SOLITICAÇÕES DE FALÊNCIAS	28
GRÁFICO 4.4 – ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA	32
TABELA 4.1 – VARIAÇÃO DA META SELIC	22
TABELA 4.2 – TAXA DE DESEMPREGO ABERTO NO BRASIL	29
TABELA 4.3 – ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA	31

1 INTRODUÇÃO

A busca pelo crescimento e a inflação controlada são dois dos temas mais debatidos atualmente no círculo de economistas, políticos e estudiosos brasileiros. A interpretação corrente das altas taxas de juros como um fator de restrição do crescimento desperta a curiosidade sobre de que maneira políticas monetárias impactam nos indivíduos da sociedade, no setor empresarial e no próprio Estado.

O objetivo do presente trabalho é, a partir da análise relativa ao comportamento da taxa de juros, verificar qual o impacto de alterações dessa variável sobre a economia brasileira para o período que se estende de 2003 a primeiro semestre 2005. Em outras palavras, pretende-se verificar qual a importância da variável taxa de juros na definição do crescimento da economia. A hipótese a ser testada é a de que o aumento da taxa de juros faz com que o PIB seja reduzido, ou seja, o aumento dos juros impacta negativamente no crescimento da economia.

O trabalho encontra-se organizado em 3 partes. Primeiramente, no capítulo 2 procura-se apresentar o funcionamento da Política Monetária com instrumento de Política Econômica, seus instrumentos, bem como a instituição responsável pela execução das medidas monetária, o Banco Central.

Em seguida, expõe-se no capítulo 3 um retrospecto histórico sobre a economia brasileira para melhor contextualização do cenário a ser pesquisado no capítulo 4, quando procura-se abordar os impactos da política monetária na sociedade durante o período desde o ano pré-eleitoral até o início de 2005.

Por fim, o trabalho é finalizado com algumas considerações gerais sobre possíveis argumentos justificativos para a adoção de uma política monetária de caráter tão restritivo como a do Brasil.

2. POLÍTICA ECONÔMICA E SEUS INSTRUMENTOS MONETÁRIOS, FISCAIS E CAMBIAIS

O objetivo deste capítulo é a apresentar uma visão sobre o funcionamento das políticas econômicas e seus instrumentos monetários, fiscais e cambiais, bem como a relação entre esses três instrumentos e a economia. Também será explanado sobre a autoridade monetária no país, o Banco Central, responsável pela implementação das decisões de política monetária.

A Política Econômica adotada por um governo é o meio pelo qual este pode atuar na relações econômicas da sociedade, com o objetivo de resolver ou minimizar problemas econômicos como inflação, recessão, desemprego, desvalorização da moeda, desequilíbrios no balanço de pagamentos, entre outros. Conforme citado por MENDES (2002, p. 106), são quatro os objetivos de políticas econômicas, quais sejam: inflação baixa, por meio da estabilidade de preços, distribuição de renda mais equilibrada, aumento da produção com os conseqüentes aumentos em índices de emprego e renda, e o equilíbrio no saldo das contas externas.

Os instrumentos utilizados pelo Governo a fim de viabilizar suas políticas econômicas são o tripé Política Fiscal, Política Cambial e Política Monetária. A Política Fiscal diz respeito às receitas e aos gastos públicos, dessa forma, relaciona-se com os impostos cobrados das empresas e indivíduos, taxas e com o orçamento de gastos do governo. A Política Cambial, por sua vez, afeta o setor externo: exportação, importação e transações financeiras, via taxa de câmbio e outros controles. O último instrumento, a Política Monetária, que será abordado no presente trabalho, relaciona-se com juros e controle de oferta da moeda, atendendo o objetivo primordial de controle da inflação.

2.1 O INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA

A Política Monetária diz respeito às intervenções governamentais sobre o mercado financeiro, atuando diretamente sobre o volume de oferta da moeda para a economia ou atuando de maneira indireta sobre o valor das taxas de juros. Esse controle tanto da oferta de moeda quanto da taxa de juros resultam em um controle da liquidez ideal da economia.

O governo pode controlar o volume de moeda no mercado utilizando os seguintes meios:

- 1) O Banco Central, sendo o regulador do volume de recursos que os bancos têm que manter em depósito no próprio Banco Central, estipula o volume deste *depósito compulsório*. Ou seja, a autoridade monetária define qual o percentual do total de depósitos recebidos que o banco comercial deverá manter em depósito no Banco Central, desta forma, delimitando o volume de recursos que este banco comercial disponibilizará para empréstimos a pessoas físicas e empresas. Controla desta forma o volume de crédito ao consumo e investimento da economia.
- 2) Volume de emissões de cédulas monetárias, ou seja, controla o volume de dinheiro emitido pela Casa da Moeda que circulará na economia. Este instrumento foi utilizado por muitas vezes durante o período de hiper inflação no Brasil, pelo próprio governo, a fim de sanar contas públicas. Desta forma, emitia moeda para pagar as suas contas, gerando ainda mais inflação.

De uma maneira bem simplificada, a moeda pode ser considerada como um bem comercializável, com o governo atuando sobre este mercado de compra e venda, e sendo os juros o preço do bem, influenciável pela demanda e oferta pelo mesmo (demanda e oferta por moeda). Assim ao atuar sobre a quantidade de moeda na economia, o governo estará afetando os níveis da taxa de juros.

As taxas de juros, cujos valores são influenciados pelo nível de moeda que o governo mantém em circulação na economia, têm influência sobre diversas variáveis macroeconômicas, em especial sobre o consumo e o investimento.

2.1.2 O Banco Central do Brasil e o Copom

O Banco Central do Brasil foi criado como parte do Sistema Financeiro Nacional com a lei 4.595 de 31.12.64, vindo a substituir a antiga Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), a qual representava o papel de autoridade monetária desde 1944.

Houve um gradual processo de reordenamento das funções da autoridade monetária, agora o Banco Central, o que incluía a separação de funções entre o Banco do Brasil, o Tesouro Nacional e o Banco Central. Esse processo se estendeu até 1988, quando as funções de autoridade monetária foram transferidas progressivamente do Banco do Brasil para o Banco Central, enquanto as atividades atípicas exercidas por esse último, como as relacionadas ao fomento e à administração da dívida pública federal, foram transferidas para o Tesouro Nacional.

A missão do Banco Central é definida como “assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e a solidez do sistema financeiro nacional” (Banco Central do Brasil, Planejamento no BC)¹. E as suas responsabilidades, definidas como macroprocessos, são:

- Formulação e gestão das políticas monetária e cambial, compatíveis com as diretrizes do governo federal;
- Regulação e supervisão do Sistema Financeiro Nacional;
- Administração do Sistema de Pagamentos e do meio circulante.

¹ Disponível no site do Banco Central do Brasil - <http://www.bcb.gov.br/?PLANOBC>.

O presidente e os diretores dos diversos departamentos do Banco Central são nomes indicados pelo próprio Presidente da República. O cargo da presidência do Banco Central é atualmente ocupado por Henrique de Campos Meirelles, o qual assumiu o posto em 01/01/2003 substituindo o até então presidente, Arminio Fraga Neto.

Os principais instrumentos utilizados pelo Banco Central para administrar sua política monetária são:

- Fixação da taxa básica de juros;
- Operações de compra e venda de títulos no mercado aberto;
- Recolhimento compulsório sobre os recursos à vista, os depósitos a prazo e os depósitos de poupança;
- As operações de redesconto com os bancos.

No Brasil a instituição responsável por estabelecer as diretrizes da política monetária e definir as taxas de juros é o Copom - Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil, estabelecido em 20 junho de 1996. Desde sua fundação, diversas alterações foram sendo feitas a fim de melhor adequar seu funcionamento aos seus objetivos.

Dentre essas alterações, destaca-se a adoção, pelo Decreto 3.088, em 21 de junho de 1999, da sistemática de Metas para a Inflação como diretriz de política monetária. É feito um rigoroso acompanhamento da evolução da inflação e, em caso de descumprimento da meta, o presidente do Banco Central tem de informar ao presidente da República os motivos, os planejamentos e os prazos de readequação dos índices de inflação dentro da meta de variação estipulada.

O Copom é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil: o presidente, que tem o voto de qualidade; e os diretores de Política Monetária, Política Econômica, Estudos Especiais, Assuntos Internacionais, Normas e

Organização do Sistema Financeiro, Fiscalização, Liquidações e Desestatização, e Administração. No primeiro dia de reunião, também participam diretores de alguns departamentos do Banco Central.

Conforme definição do Copom apresentada pelo próprio Banco Central², entendemos os objetivos do Copom como

... 'implementar a política monetária, definir a meta da taxa Selic e seu eventual viés, e analisar o Relatório de Inflação'. A taxa de juros fixada na reunião do Copom é a meta para a taxa Selic (taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia), a qual vigora por todo o período entre reuniões ordinárias do Comitê. Se for o caso, o Copom também pode definir o viés, que é a prerrogativa dada ao presidente do Banco Central para alterar, na direção do viés, a meta para a taxa Selic a qualquer momento entre as reuniões ordinárias.

O Copom atua a partir de uma avaliação da tendência futura da inflação. Essas projeções são obtidas utilizando-se as informações disponíveis em relatórios do setor financeiro e de consultorias financeiras (ou seja, do mercado financeiro), tanto quantitativas, processadas através de modelos estruturais, simulações e outras medidas estatísticas, quanto qualitativas e desagregadas, que exigem uma avaliação mais subjetiva. Depois, o Copom procura analisar as causas de eventuais diferenças entre a projeção e a meta, de forma a reagir de acordo com as recomendações da teoria ortodoxa e prática internacional sobre o assunto. Aqui é necessário distinguir entre choques de demanda e oferta e entre choques temporários e permanentes. Choques de demanda devem ser combatidos integralmente. Uma contração de demanda, por exemplo, deve ser compensada por uma política monetária expansionista. Já os choques temporários devem ser analisados com cautela um vez que, descoberta a causa do choque, muitas vezes os resultados das políticas aplicadas poderiam surgir depois do próprio efeito ter passado.

Várias taxas de juros no Brasil convivem juntas. As definidas pelo próprio governo devem funcionar como as taxas básicas de mercado, sobre as quais se formam

² Disponível no site do Banco Central do Brasil, <http://www.bcb.gov.br/?COPOMHIST>

as demais taxas, de acordo com os riscos e os prazos das operações. Dentre essas taxas definidas pelo governo, citamos:

Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia, a qual serve como taxa básica da economia e regula as operações com títulos públicos do governo. Pode ser definida como a taxa de juros média que incide sobre os financiamentos diários com prazo de um dia útil (overnight) lastreados por títulos públicos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). É fixada pelo Copom e cabe à mesa de operações do mercado aberto do Banco Central manter a taxa Selic diária próxima à meta estipulada. A importância desta taxa se deve sobretudo por ser utilizada nas liquidações de títulos públicos e nos empréstimos do Banco Central a instituições financeiras.

TR – Taxa Referencial de Juros, cujo valor é determinado pelo Bacen desde 1997. Utilizada na remuneração das cadernetas de poupança e na correção dos saldos do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). A relação entre TR e taxa de juros da economia ocorre da seguinte forma: quanto menores os juros, menor o redutor da TR, e os rendimentos da poupança ficam mais atraentes.

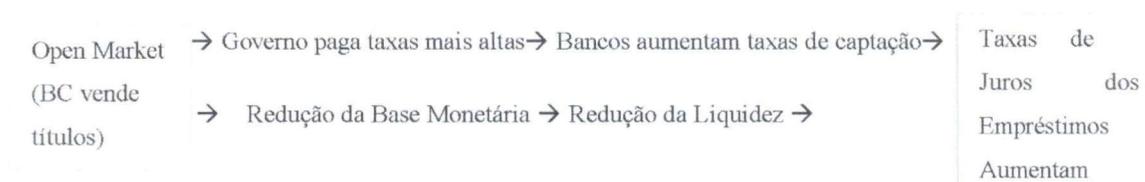
TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo, criada para vigorar trimestralmente, com base nas rentabilidades médias anualizadas dos títulos da dívida externa com prazo mínimo de 2 anos, e dos títulos da dívida interna com prazo mínimo de 6 meses. Ponderada, respectivamente, por 75% e 25%. Esta taxa é utilizada nos financiamentos do BNDES.

As operações de mercado aberto representam compra e venda de Obrigações do Tesouro Nacional (ou de outros títulos da Dívida Pública) e, através delas regula-se a liquidez da economia. Conforme MENDES (2002, p. 145):

Quando há excesso de oferta monetária, o Banco Central, via leilões, vende as Obrigações do Tesouro e, assim, retira os excessos de moeda, ou seja, pelas operações de venda reduz-se a massa monetária do público e dos bancos, comprimindo-se, em

consequência, a base monetária. Por outro lado, quando há insuficiência de oferta monetária, o Banco Central entra no mercado comprando as Obrigações do Tesouro em circulação. Desse modo, ele irriga o mercado financeiro (...)

Quando o Banco Central entra no mercado para vender seus títulos, aumenta a taxa de rendimento do mesmo, logo, para conseguirem se manter atrativos para o mercado, os bancos comerciais são forçados a aumentar a taxa de juros que estão dispostos a pagar. Ainda de MENDES (2002, p. 146), obtivemos um fluxograma de funcionamento de Operações de Venda de Títulos por parte do Banco Central:



O mecanismo de recolhimento compulsório refere-se aos depósitos que os bancos devem fazer no Banco Central, os quais correspondem a uma parcela dos depósitos que recebem. Do total de depósitos que os bancos comerciais recebem a vista, uma parte fica disponível para saque dos correntistas, o que é chamado de encaixe bancário, e outra parte é destinada a este recolhimento compulsório solicitado pelo Banco Central, e somente o restante pode ser disponibilizado para empréstimos. Assim, quanto maior for o percentual de depósito compulsório requerido pelo Banco Central, menor será o valor disponível para empréstimos, aumentando o custo do empréstimo e diminuindo a disponibilidade de crédito para a economia.

Por fim, as operações de redesconto são o instrumento com o qual o Banco Central supre, as necessidades eventuais de caixa (a curtíssimo prazo) dos bancos comerciais. O funcionamento deste instrumento ocorre da seguinte maneira: caso um banco comercial necessite de empréstimos de emergência junto ao Banco Central (vale lembrar que o Banco Central funciona como prestador de última instância), pagará por este uma taxa de juros, a taxa de redesconto. Quando as taxas de redesconto estão altas, os bancos comerciais tendem a tomar mais cuidado quanto ao percentual de

caixa destinado ao empréstimo e ao encaixe, a fim de evitar uma possível situação em que teriam que tomar um empréstimo junto ao Banco Central, ou seja, tende a diminuir o percentual disponibilizado aos empréstimos.

A partir de 1996, o Banco Central buscou mudar o ponto de vista dos bancos sobre este mecanismo, até então visto como último recurso em situações críticas. A idéia era fazer com que este instrumento passasse a ser visto como mais um recurso de mercado, no sentido de ser uma opção de negócios.

Estes 4 mecanismos – definição da taxa de juros, operações de mercado aberto, recolhimentos compulsórios e taxas de desconto - sob o controle do Banco Central, são responsáveis pela execução de políticas monetárias, e por meio deles é possível controlar o volume de moeda na economia, bem como induzir as escolhas e preferências dos agentes.

2.2 A POLÍTICA MONETÁRIA E SEUS EFEITOS SOBRE ALGUMAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS

Através de alterações na disponibilidade de moeda na economia e nas taxas de juros, o governo pode influenciar algumas variáveis chave da economia, como o consumo e o investimento.

Ao elevar a taxa de juros, por meio de uma restrição na oferta monetária, o que significa uma redução do crédito à economia, o governo faz com que diminua o nível de investimentos e haja uma contração no consumo, com reflexos sobre os níveis de renda, da oferta e do emprego. Desta forma, o volume de oferta de moeda, está intimamente relacionado com investimento, consumo, renda e emprego.

Por outro lado, se o governo provocasse um aumento no volume de moeda em circulação (em um cenário de ausência de capacidade ociosa no setor produtivo), seja por meio de emissões, seja por meio por reduções de depósitos compulsórios, o efeito seria o de inflação ao elevar a demanda agregada (via queda na taxa de juros --

aumento de investimento – aumento de consumo – elevação dos níveis nominais do poder aquisitivo) acima da oferta global.

Sendo a Demanda Agregada dada por $D_a = \text{Consumo} + \text{Investimento} + \text{Gastos do governo} + \text{eXportações líquidas}$, temos que o governo estimula o investimento do setor privado e o consumo em períodos de baixa atividade da economia, por meio de reduções na taxa de juros e expansão da taxa de consumo com a maior disponibilidade de crédito na economia. Já em fase de inflação, a política monetária reduz a oferta de moeda com a conseqüente redução da liquidez da economia.

MENDES (2002, p. 152) apresenta de forma esquemática a atuação em duas vias da política monetária no controle da disponibilidade monetária.

$r \rightarrow I$

$D_a \rightarrow Y = S_a \rightarrow E \rightarrow \text{renda} \rightarrow C \rightarrow$

$r \rightarrow C$

Sendo “ D_a ” a demanda agregada e “ S_a ” a oferta agregada.

Assim, temos que a política monetária altera o investimento (I) por meio da taxa de juros (r); o “ E ” altera também o nível *nominal* do poder aquisitivo, o que, por sua vez, altera o consumo (C).

Além do consumo e investimento, alterações na taxa de juros ainda provocam resultados sobre a Poupança e sobre os Preços.

Apesar de depender fundamentalmente da renda dos indivíduos, a poupança também é afetada pela taxa de juros. Dado o volume de renda de um indivíduo, este decide poupar ou não a parcela de sua renda que não é consumida com gastos de subsistência, já descontados os impostos. Desta forma, quanto maior for a renda do indivíduo, maior será a parcela sobre a qual este poderá decidir entre poupar ou consumir.

As pessoas decidem entre poupar ou consumir de acordo com os rendimentos da poupança, quanto esta está rendendo muito pouco, as pessoas decidem consumir mais e até retirar parte do valor que já estava em sua poupança. Quando a poupança rende mais, o efeito é oposto. Assim, dado o nível de renda de uma pessoa, esta estará disposta a poupar mais se a taxa de juros for maior. Quando o governo deseja estimular a poupança, ele pode alterar o rendimento da poupança.

Sobre os preços, a atuação do governo ocorre com o aumento da taxa de juros reduzindo o consumo, principalmente de bens financiáveis. Ao reduzir o consumo, a demanda sobre os bens diminui e os preços param de subir e podem até mesmo sofrer reduções para estimular o consumo.

3 ECONOMIA BRASILEIRA – RETROSPECTO HISTÓRICO

Neste capítulo buscou-se apresentar uma pesquisa histórica sobre a economia nos períodos anterior ao objeto de estudo deste trabalho - desde o Plano Real até o último governo de F. H. Cardoso - com o objetivo de melhor situar no tempo o ambiente macroeconômico analisado. Para tanto, foram utilizadas fontes oficiais de informações econômicas como o Banco Central do Brasil – Bacen, e o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. Com isso, torna-se mais fácil entender as características da economia, reconhecendo os reflexos de ações anteriores no momento presente.

3.1 A POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA APÓS O PLANO REAL

No ano de 1994 com a adoção do Plano Real, o objetivo primordial é a redução da inflação e a valorização da moeda nacional. Desde então, o Brasil controla o fantasma da inflação, mantendo-a sobre rígido controle com políticas monetárias direcionadas a tal fim.

O governo do presidente F. H. Cardoso se deu sobre um aspecto firme de controle da inflação utilizando para isso medidas ortodoxas baseadas em princípios liberais. Resumidamente, estes princípios se referem a redução na base monetária, ou seja, aumento de juros e de depósitos compulsórios de bancos comerciais ao Banco Central, e reduções de gastos governamentais em investimentos, isto tudo com o objetivo de conter a inflação, e com o conseqüente resfriamento da atividade econômica, aumento de desemprego, falências e reduções no PIB.

Outra política ortodoxa aplicada é o incentivo a concorrência de produtos estrangeiros com produtos nacionais a fim de cooperar com o controle da elevação dos preços, prejudicando o setor produtivo. Ainda, a valorização do Real, prejudicou as

exportações e ocasionou déficit no saldo da balança comercial. Após 1998, a manutenção da taxa de câmbio da moeda nacional estável perante o dólar estava se mostrando inviável.

O ano de 1999 iniciou-se carregado de expectativas pessimistas para a economia brasileira sob o impacto da crise financeira asiática de 1998. Algumas alterações significativas tornaram-se necessárias para alcançar um relativo equilíbrio nos indicadores internos do país, e os instrumentos utilizados pelo Banco Central referiram-se às políticas cambial e monetária.

Em janeiro de 1999 introduziu-se um sistema de câmbio flutuante, quando então o valor do Real passa a ser definido pelo próprio mercado. Isto gerou uma maior flexibilidade ao Banco Central na tomada de decisões, uma vez que já não precisava mais regular artificialmente a taxa de câmbio.

O regime cambial passou a livre flutuação, perante a dificuldade inerente em manter-se uma taxa de câmbio perante o Real artificial em um cenário de instabilidade no mercado externo. Por outro lado, em março, a política monetária promovia, por um lado, a extinção da faixa de flutuação para a taxa de juros, até então delimitada pelos níveis da Taxa Básica do Banco Central (TBC) e da Taxa de Assistência do Banco Central (Tban), e, por outro, a fixação das metas de inflação por meio da taxa de juros Selic e seu eventual viés como instrumentos de política monetária³. A instituição monetária, Banco Central, passa a agir no mercado, utilizando-se desses instrumentos a fim de atingir as metas estipuladas pelo Copom - Comitê de Política Monetária do Banco Central. Para o objetivo da estabilização, destaca-se a elevação das taxas de juros e o aumento do recolhimento compulsório sobre os recursos a prazo.

A partir de março a inflação começa a dar sinais de diminuição, o capital estrangeiro volta a ser direcionado para o Brasil e a taxa de câmbio alcança uma certa estabilidade. A taxa de juros apresenta uma tendência decrescente, ao mesmo tempo em que as expectativas começam a se mostrar mais favoráveis em relação ao desempenho da economia brasileira.

³ Dados obtidos do Relatório Anual do Banco Central - 1999.

Neste ano destaca-se ainda a implantação do sistema de metas para a inflação . (vide capítulo 2, item 2.1.2), executadas pelo Banco Central por meio de seus instrumentos de mercado. A referência para que sejam definidas as metas anuais para a inflação e para que se analisem se os resultados propostos foram atingidos, é a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Neste ano de 1999, a meta proposta foi de 8%, com intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais de variação⁴.

O cenário macroeconômico apresentou mudanças no segundo semestre principalmente devido a concentração sazonal de pagamentos ao exterior, pressionado a taxa de câmbio, a elevação do preço internacional do petróleo com o conseqüente encarecimento dos combustíveis e dos transportes, os reajustes das tarifas públicas, dos produtos agrícolas e dos medicamentos, conforme diagnóstico do Banco Central. Com a tendência da elevação da inflação, a política monetária toma decisões que acabaram por reduzir o ritmo da atividade da economia, com as reduções nas taxas de juros a partir de julho sendo gradativamente menores e com eventuais intervenções do Banco Central no mercado de câmbio. Dessa maneira, os preços foram contidos abaixo da expectativa pessimista do mercado.

Outra atitude destacada da gestão da política econômica referiu-se a uma maior concessão de crédito por meio de uma indução de diminuição do diferencial entre a captação e a oferta de recursos pelo sistema financeiro, ou seja, diferença entre os valores recebidos e os valores emprestados pelos bancos – o spread bancário. Para tanto, houve redução das alíquotas dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista e sobre os recursos a prazo. A partir de então, os impactos de alterações das taxas de juros Selic exerciam maiores impactos nas taxas de juros reais aplicadas na economia por meio do sistema bancário.

De forma geral, o ano de 1999 pode ser considerado positivo, tendo em vista os choques internos decorrentes da alteração de política cambial, e externo, com a elevação do preço do petróleo e do declínio dos principais produtos primários de exportação, que foram as razões de um crescimento menor do que o esperado.

⁴ Dados obtidos do Relatório Anual do Banco Central – 1999.

O ano subsequente, mesmo com um cenário externo ainda desfavorável, foi caracterizado por um considerável crescimento do PIB de 4,5%, conforme dados do Relatório Anual do Bacen de 2000, além de elevação do nível de emprego formal e informal, resultados fiscais favoráveis e melhora nas contas externas. Ainda, em 2000 a taxa de inflação apresentou trajetória decrescente, ao mesmo tempo em que houve uma evolução das operações de crédito, sendo o segundo ano consecutivo de cumprimento da meta de inflação.

Houve uma ampliação do crédito ao setor privado, em especial às pessoas físicas, comércio e outros serviços, no decorrer do ano, o que resultou no aumento da atividade produtiva. A redução da taxa básica de juros da economia, a diminuição da alíquota do recolhimento compulsório incidente sobre recursos a vista, promoveram redução das taxas de juros ativas, com as instituições financeiras executando o papel clássico de transmissão da política monetária.

Contudo, novamente no segundo semestre do ano, o cenário pressionou iniciativas restritivas de política monetária, devido a alta persistente dos preços internacionais do petróleo, a intensificação da crise de confiança na Argentina e as incertezas associadas à trajetória das taxas de juros dos Estados Unidos. Destaca-se também neste momento, a austeridade da política fiscal resultando em significativos superávits primários, com a conseqüente estabilização da relação dívida/PIB, e a superação da meta estipulada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI)⁵.

Outro fator que estimulou a estabilização da dívida do governo foi a trajetória decrescente das taxas de juros, permitindo-se vislumbrar uma relativa sustentabilidade de longo prazo do passivo público, com uma ampliação considerável do prazo da dívida pública.

Por fim, as taxas de variação dos principais índices de preços registraram movimentos descendentes. As causas, conforme Relatório Anual do Banco Central de 2001, foram o reflexo do bom desempenho do setor agrícola e os impactos dos preços administrados e do salário mínimo, os quais não exerceram pressões inflacionárias, e permitiram que a meta de inflação de 6% ao ano pudesse ser atingida.

⁵ Informações obtidas no site da Secretaria da Receita Federal.

O ano de 2001 começou com previsões favoráveis para a economia de maneira geral devido ao período anterior, em que os níveis de crescimento excederam as expectativas e quando conseguiu-se a estabilidade da inflação dentro da meta proposta. Todavia, no decorrer do ano o quadro mostrou-se outro. A crise da Argentina, o aprofundamento da recessão econômica nos Estados Unidos e a crise energética vivida pelo setor produtivo do Brasil agiram no sentido oposto ao processo de crescimento e estabilização que havia sido sinalizado no ano anterior.

A política monetária continuou sendo focada na meta de inflação, com a taxa Selic aumentando gradualmente de 15,25% a.a. em janeiro até 19% a.a. em julho, mantendo-se neste patamar até o final do ano, conforme dados do Banco Central do Brasil. Outras medidas assumidas foram elevação da alíquota sobre recolhimento compulsório de recursos a prazo, a elevação das exigibilidades médias sobre recursos a vista e a redução da exposição cambial do sistema financeiro, por meio da exigência de maior aporte de capital⁶.

A política monetária teve que ser planejada adequadamente às pressões sobre a taxa de câmbio no Brasil, a qual sofreu influência da alteração de regime cambial na Argentina das alterações das relações comerciais do Brasil com o resto do mundo, devido a recessão econômica nos Estados Unidos, da redução do crescimento dentro da área do euro e também da estagnação econômica japonesa. Com isso, a autoridade monetária teve que, por diversas vezes, intervir no mercado de câmbio.

As exportações cresceram e os fluxos de investimentos diretos externos, aliados aos aportes de recursos oriundos da renovação do acordo com o Fundo Monetário Internacional, permitiram o aumento das reservas internacionais.

Os índices gerais de preços apresentaram variações mais significativas do que os preços diretos ao consumidor, uma vez que estes não são diretamente influenciados pelas variações cambiais. O IPCA ultrapassou o limite da meta inflacionária para o ano devido a quebra de safra de produtos que compõe a cesta básica dos consumidores e ao

⁶ Relatório Anual do Banco Central de 2001

aumento dos preços administrados, tais como gasolina, energia elétrica e transporte público⁷.

O fato interno mais agressivo ao setor produtivo foi o racionamento de energia, o que fez com que o PIB crescesse bem abaixo do previsto, (conforme dados do IBGE, apenas 1,5%). Condições de crédito restritivas, elevadas taxas de juros ativas também influenciaram a contração da atividade varejista.

4 A POLÍTICA MONETÁRIA DO GOVERNO LULA

A partir deste capítulo, inicia-se a análise das políticas monetárias no governo Lula, bem como no ano eleitoral que o antecede. O objetivo é retratar as ações do Banco Central e os seus impactos na taxa de inflação e de crescimento da economia. Busca-se ainda, uma reflexão sobre os impactos diferenciados nos principais setores da sociedade, quais sejam, o Estado, as empresa e os indivíduos.

4.1 O ANO ELEITORAL

Durante o ano eleitoral de 2002 o Sistema de Metas para a Inflação também foi o direcionador da política monetária, por meio da articulação de taxas do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O Banco Central atuou de forma a minimizar os efeitos das pressões cambiais sobre os preços internos.

O cenário mostrou-se positivo no primeiro trimestre, com níveis baixos de inflação e relativa estabilidade tanto dos preços internacionais do petróleo quanto da taxa de câmbio. Os indicadores disponíveis evidenciaram que política monetária poderia ser gradualmente distendida. Desta forma, o Copom reduziu a meta para a taxa

⁷ Dados obtidos junto ao IPEA.

Selic em fevereiro e março, chegando a 18,5% a.a.. Em julho optaram por uma redução novamente, atingindo a taxa de 18% a.a.⁸.

Entretanto, no decorrer do ano, interrompeu-se a trajetória decrescente da taxa de juros devido à maior aversão aos riscos, por parte dos investidores internacionais, e pelas incertezas inerentes ao processo eleitoral.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) restringiu a capacidade de oferta de títulos públicos por parte do Banco Central. Desta forma tornou-se necessária a criação de novos instrumentos que possibilitassem a atuação da autoridade monetária no sentido de atingir suas metas de políticas monetárias e cambial com transparência. Desta forma, o Banco Central passou a atuar no mercado de derivativos mediante operações de *swap cambial*⁹, inicialmente conjugadas à oferta primária de *Letras Financeiras do Tesouro (LFT)* - título público federal com remuneração vinculada à taxa Selic.

O aumento da preferência por liquidez na economia devido ao baixo crescimento mundial, as incertezas geradas pelo período eleitoral e as possíveis mudanças na economia com a mudança de governo, fez com que a política monetária adotasse uma postura mais conservadora. Aliada a isto, houve um aumento da volatilidade do mercado cambial devido a movimentos especulativos resultantes da aversão ao risco por parte dos investidores internacionais e às perspectivas da Guerra no Golfo Pérsico.

A perspectiva de que os efeitos da depreciação cambial poderiam prolongar-se além de 2002 motivou o Conselho Monetário Nacional (CMN) a alterar as metas de inflação para o ano de 2003, de 3,5% a.a. para 4% a.a.¹⁰. Para equilibrar a liquidez do sistema bancário elevaram-se os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo e poupança.

Houve uma acentuada depreciação cambial no último trimestre do ano como resultado das incertezas quanto à política econômica a ser adotada pelo novo governo a assumir no próximo ano e, em decorrência, uma nova pressão inflacionária. Com o

⁸ Dados obtidos do Relatório Anual do Banco Central do Brasil - 2002.

⁹ Operações de troca de "moeda base" de dívida em títulos

¹⁰ Dados obtidos do Relatório Anual do Banco Central do Brasil - 2003.

fim de buscar uma estabilização dos índices de inflação à meta estipulada, o Banco Central elevou, em três ocasiões, a meta para a taxa Selic de 18% a.a. até o patamar de 25% a.a., ao final de 2002. Acumulada ao ano de 2002, a taxa Selic atingiu 19,2% a.a., sendo o primeiro crescimento anual de juros nos últimos 3 anos¹¹.

4.2 A ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL E AS TAXAS DE JUROS

O governo do presidente L.I.L. da Silva caracterizou-se por uma manutenção dos pressupostos do governo anterior, contradizendo expectativas do mercado sobre mudanças. A manutenção de níveis controlados de inflação têm levado o Banco Central a manter altas taxas de juros, principalmente desde o mês de setembro de 2004. Essa política monetária, aliada a política fiscal de redução de gastos do governo (superávit fiscal) tem promovido impactos negativos no setor produtivo.

Com o aumento da taxa de juros, o capital antes destinado ao investimento produtivo agora tem preferência pelo mercado financeiro, no contexto, apresentando resultado mais lucrativo. Por outro lado, o aumento da taxa Selic provoca o aumento também no custo de todo o crédito disponível na economia, inviabilizando a realização de muitos projetos de investimento. Conjuntamente à redução do gasto do governo, reduz-se o investimento e a renda, reforçando o processo de recessão. Com as dificuldades apresentadas, muitas empresas têm sido levadas à falência, promovendo o desemprego e a inadimplência.

A busca da estabilidade de preços foi o objetivo primordial da política monetária de 2003. A necessidade de uma atuação firme com políticas monetárias restritivas por parte do Banco Central era eminente já no início do ano devido sobretudo ao modelo inercial da inflação, ou seja, determinada pela expectativa dos agentes do mercado. Este modelo inflacionário, não poderia ser entendido como fenômeno passageiro, que tenderia a se normalizar com o decorrer do tempo. Havia a

¹¹ Dados obtidos do Relatório Anual do Banco Central do Brasil – 2002.

necessidade de reversão das expectativas pessimistas por meio de medidas seguras de política monetária.

Nos 2 primeiros meses do ano, o Copom aumenta a taxa Selic de 25,5% a.a. para 26,5 a.a., mantendo-a neste patamar até Junho¹². Aliado a isto, aumentou também a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. Por mais que estas medidas restritivas tivessem sido adotadas, o mercado ainda mantinha expectativas de inflação de 12,5% para o ano corrente, bem acima dos 8,5% estipulados como meta, conforme destacado pelo Relatório Anual de 2003, emitido pelo Banco Central.

O cenário começa a mudar no segundo semestre, conforme o acompanhamento do Banco Central. Com uma tendência declinante dos índices de preços, o Banco Central decide flexibilizar sua política monetária com reduções na taxa Selic até chegar em 16,5% a.a. em dezembro¹³. A alíquota sobre depósitos compulsórios também foi reduzida no segundo semestre até o patamar anterior ao aumento em fevereiro.

Esses dois momentos caracterizaram o ano de 2003. Na verdade, entende-se o primeiro semestre como resultado do turbulento cenário de 2002, com o pessimismo do mercado contribuindo para a tendência negativa do desempenho econômico. A atuação da autoridade monetária por meio de restrição monetária direcionou ao ambiente mais ameno do segundo semestre, com uma maior confiança nas decisões econômicas, resultando em um maior dinamismo à produção industrial, às vendas do varejo e aos gastos com investimentos.

Esse cenário positivo da segunda metade do ano refletiu o crescimento das concessões de crédito, o ritmo das vendas varejistas, o desempenho das exportações e a evolução dos rendimentos reais.

O ano seguinte apresentou resultados expressivos. No início de 2004 o Copom optou por uma política restritiva. A taxa básica de juros foi mantida em 16,5% a.a. no trimestre encerrado em fevereiro, em um cenário de inflação do tipo sazonal e com as taxas mensais sinalizando o cumprimento da meta estipulada para o ano¹⁴.

^{12,13} Dados obtidos do Relatório Anual do Banco Central do Brasil – 2003.

¹⁴ Dados obtidos do Relatório Anual do Banco Central do Brasil – 2004.

Conforme as decisões do Banco Central, resumidas no seu Relatório Anual de 2004, a meta para a taxa Selic sofreu dois cortes de 0,25 p.p. no 2º bimestre do ano, tendo em vista o caracter sazonal na inflação observada nos preços até então, a qual iria ter um alívio a partir do mês de março. Nas quatro reuniões seguintes, a meta se manteve em 16% a.a.. A partir de setembro, porém, a taxa elevou-se em 0,25 p.p., seguindo-se de ajustes consecutivos, o que elevou a taxa para 17,75% ao final do ano¹⁵. Isso ocorreu em virtude de a utilização da capacidade econômica instalada e a expansão dessa capacidade, estarem incompatíveis com a recuperação dos investimentos e, além disso, já percebia-se a dificuldade em conseguir-se o cumprimento da meta de inflação estipulada para o ano.

O IPCA do ano atingiu 7,6%, valor dentro da meta, em um cenário de elevação dos preços internacionais do petróleo, porém de desaceleração dos preços livre e monitorados¹⁶.

O nível de atividade da economia esteve em expansão ao longo do ano de 2004, com elevação de gastos com investimentos e com os maiores índices de crescimento desde 1994. O cenário era de continuidade da evolução favorável dos fundamentos econômicos iniciados em 2003. E foi este cenário favorável visualizado no ano de 2003 que permitiu que aumentasse o nível de investimento na economia em 2004, mesmo apesar da política monetária restritiva visualizada principalmente após o primeiro semestre do ano.

4.3 OS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA NO CRESCIMENTO

4.3.1 Evolução da Taxa Selic e o Crescimento do Produto Interno Bruto

A política monetária no período analisado de 2003 ao primeiro semestre de

¹⁵ Conforme dados do Banco Central do Brasil – Relatório Anual de 2004.

¹⁶ Dados obtidos junto ao IPIA.

2005, apresentou um caracter eminentemente restritivo, contrariamente à expectativa pré-eleitoral, quando se previa o abandono de medidas ortodoxas liberais do governo anterior e a introdução de uma política econômica visando o crescimento industrial, investimento em projetos sociais e diminuição da dependência de capital externo.

A política econômica caracterizou-se por uma continuação do modelo anterior. Elevadas taxas de juros e restrição oferta monetárias são características proeminentes das decisões tomadas.

TABELA 4.1 – VARIAÇÃO DA META SELIC

PERÍODO	VARIAÇÃO (%)	PERÍODO	VARIAÇÃO (%)	PERÍODO	VARIAÇÃO (%)
21-ago-02	18,00	20-ago-03	22,00	15-set-04	16,25
18-set-02	18,00	17-set-03	20,00	20-out-04	16,75
14-out-02	21,00	20-out-03	19,00	17-nov-04	17,25
23-out-02	21,00	19-nov-03	17,50	15-dez-04	17,25
20-nov-02	22,00	17-dez-03	16,50	19-jan-05	18,25
18-dez-02	25,00	21-jan-04	16,50	20-fev-05	18,78
22-jan-03	25,50	18-fev-04	16,50	16-mar-05	19,25
19-fev-03	26,50	17-mar-04	16,25	20-abr-05	19,50
19-mar-03	26,50	14-abr-04	16,00	18-mai-05	19,75
23-abr-03	26,50	19-mai-04	16,00	15-jun-05	19,75
21-mai-03	26,50	16-jun-04	16,00	20-jul-05	19,75
18-jun-03	26,00	21-jul-04	16,00	17-ago-05	19,75
23-jul-03	24,50	18-ago-04	16,00	14-set-05	19,50

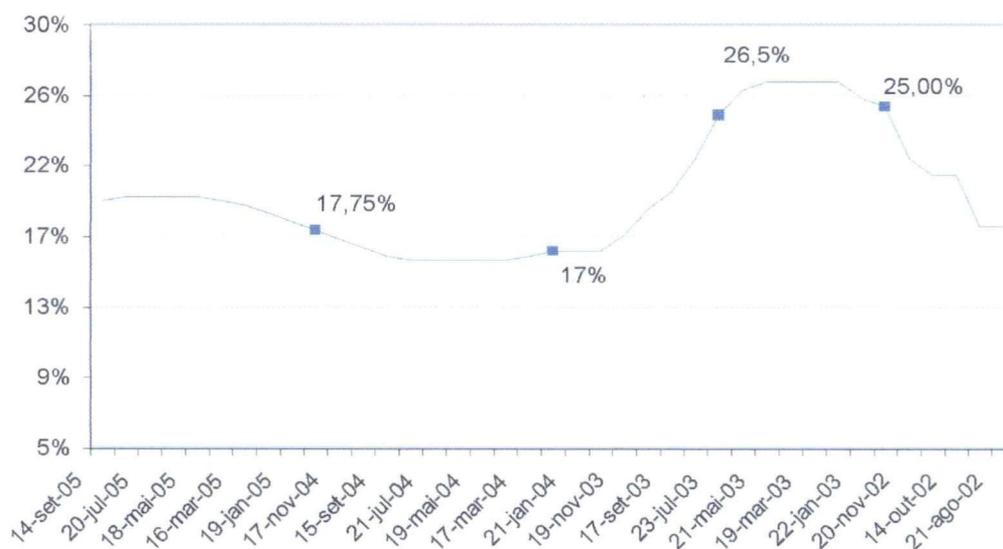
FONTE: Banco Central do Brasil

Conforme demonstra o gráfico 4.1 a seguir, com base nos registros do Banco Central do Brasil, a evolução da taxa Selic demonstra a instabilidade dos juros, determinada pelas pressões inflacionárias.

Se por um lado pode-se observar o aspecto positivo de uma autoridade monetária atenta e preocupada com o objetivo primordial de controle de preços, por

outro lado vemos um cenário instável que não traz confiabilidade para investimentos produtivos a longo prazo.

GRÁFICO 4.1 – EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC

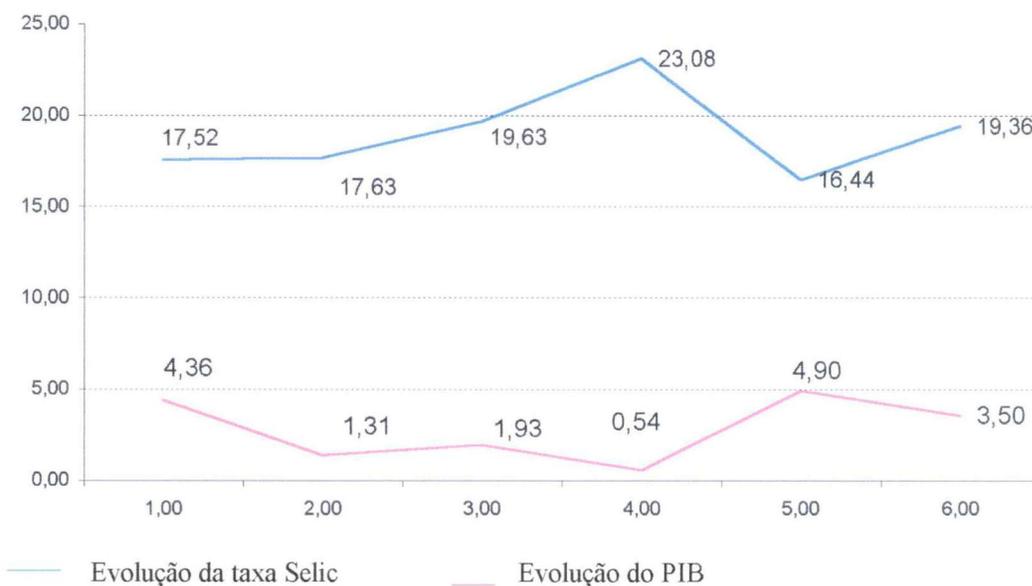


FONTE: Banco Central do Brasil

A variação do PIB no período reflete este aspecto. Conforme observado no gráfico 4.2, a economia tem se mostrado vulnerável com períodos de crescimento sucedidos por uma queda na produção, em um efeito *stop and go*.

O crescimento ínfimo apresentado pela economia no início de 2002 se deve em parte aos impactos das crises vividas em 2001, como a crise energética, a crise argentina e os impactos sobre a economia mundial, decorrentes do ataque terrorista aos Estados Unidos. No segundo semestre, o ambiente macroeconômico tornou-se bastante turbulento frente às incertezas de uma eventual vitória do partido de oposição nas eleições presidenciais.

GRÁFICO 4.2 – VARIAÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO VERSUS CRESCIMENTO DA TAXA SELIC



FONTE: Banco Central do Brasil e IBGE

Neste cenário, a economia brasileira revelou uma taxa de crescimento de apenas 1,93%, ainda assim representando um aumento percentual de 0,62% num contexto em que a taxa Selic fechou o ano de 25%¹⁷.

Os níveis de juros continuam a subir em 2003 até atingir 26,5%, quando então vão sendo reduzidos gradualmente a cada reunião do Copom. Porém, os efeitos dessa redução foram abafados pela timidez do investimento privado e pelo encolhimento da massa salarial. Observa-se nitidamente a relação entre o aumento da taxa de juros e a retração da economia, com o crescimento do PIB anual atingindo ínfimos 0,54%¹⁸.

Ao observarmos o PIB ao longo do ano de 2003, percebemos um reflexo nítido das políticas adotadas. Nos dois primeiros trimestres do ano, registrou-se uma queda de 0,8% e 0,9% no PIB em referência ao trimestre anterior. Todavia, com a

¹⁷ Dados obtidos do banco de dados do IBGE e BACEN

^{18,19} Dados obtidos do banco de dados do IBGE

expectativa da já sinalizada flexibilização da política monetária, houve um aumento de 0,1% no terceiro trimestre e de 1,5% no quarto trimestre¹⁹.

A seriedade da política monetária refletiu em melhoras nas expectativas do mercado financeiro em detrimento do setor produtivo. A redução do risco país, o câmbio estável e a obtenção da meta de inflação do ano, foram fatores que permitiram a redução da taxa de juros para 16,50% em dezembro de 2003.

Em 2004 enfim a economia retoma o fôlego e consegue um crescimento considerável de 4,9%, com taxa Selic variando janeiro a setembro, de 16,50% a 16,25%²⁰. A inflação controlada como reflexo da retração do ano anterior deu margem a manutenção dos juros neste patamar. No último trimestre do ano, todavia, novamente a economia sofre com o aumento dos juros de 1 ponto percentual, e observa-se uma retração principalmente no setor de bens de capital, um dado preocupante, uma vez que a sustentabilidade, no médio e longo prazos, depende de uma evolução favorável deste setor.

A expansão do consumo foi impulsionada pelo crescimento do crédito principalmente no primeiro semestre e a ampliação da renda nos últimos meses do ano, fatos que favoreceram tanto o consumo de bens duráveis como de bens não - duráveis.

A balança comercial também apresentou índices favoráveis, com superávit mérito também em 2004, fato já ocorrido em 2003. Esse foi um legado das políticas do governo anterior, na qual iniciou-se um processo de expansão da abertura da economia ao mercado internacional, uma vez que, após passar os efeitos imediatos da implantação do Plano Real, inicia-se lenta e gradualmente um aquecimento do setor exportador da economia, intensificado com a desvalorização do Real decorrente da livre flutuação cambial de 1999.

Estes efeitos foram em parte os responsáveis pelo crescimento observado em 2004. Conforme opina o economista Luiz C. M. de Barros, o "... PIB está se expandindo sob o impulso das exportações, fruto de preços de commodities mais altos e um crescimento vigoroso do comércio internacional"²¹

²⁰ Dados obtidos do Relatório Anual do Banco Central do Brasil – 2004.

²¹ Artigo *Batendo no Alvo*, Jornal Folha de São Paulo, Edição de 30/09/05, Caderno Dinheiro, p. B2.

Todavia, o efeito da valorização do Real tende a anular esse processo de abertura e intensificação das exportações. O aumento dos custos promovido pelo encarecimento do Real perante o dólar, aliado a dificuldade de manter-se competitivo em um mercado com cada vez mais presença de produtos estrangeiros - pode-se citar o caso da expansão da China e de seus produtos extremamente competitivos devido aos custos reduzidos de produção de escala, tem chamado a atenção de economistas e empresários críticos à política monetária²².

O nível de desemprego registrou reduções, do que decorreu um processo de crescimento da renda interna, contribuindo para a retomada do nível de atividade do mercado interno.

O aumento do custo de obtenção de crédito, verificados a partir de setembro devido aos efeitos da restrição monetária, não inibiram a concessão de crédito. Pelo contrário, o contexto foi de redução no nível de inadimplência, registrando-se um aumento na demanda por crédito inerente aos últimos meses do ano. Os empréstimos às pessoas físicas estiveram associados aos descontos em folhas de pagamento, que apresentam custos menores, tendo em vista o risco extremamente baixo da operação. Ao nível de pessoas jurídicas, destacam-se as operações lastreadas com recursos domésticos em detrimento das operações vinculadas a recursos externos.

Em 2005, a taxa média de crescimento mensal dos 3 primeiros meses foi de apenas 0,4%, conforme dados do IBGE obtidos da Tabela I do Suplemento do Boletim de Conjuntura Econômica da Unicamp.²³ apresentando uma melhora no segundo semestre. Segundo análise de conjuntura apresentada a taxa do PIB aumento em 1,4% nos meses de Abril a Junho de 2005, devido a um crescimento observado nos 3 grandes setores da economia: Agropecuária (1,1%), Serviços (1,2%) e com destaque ao setor Industrial (3%).

Neste primeiro semestre de 2005 o impulso maior de crescimento ainda foi devido sobretudo ao setor exportador e os investimentos relacionados à infra-estrutura e transportes. A taxa do Real valorizada pela política de altos juros tem, por um lado,

²² Interessante leitura sobre o tema pode-se obter do artigo intitulado *A Economia em Tempos de Dólar Fraco*, do colunista Marcelo Onaga. Revista Exame. 14/Set/05.

facilitado à aquisição de bens de capital importados para a produção, por baratear o seu custo, por outro, tem diminuído a rentabilidade das exportações. Conforme a análise da equipe da Unicamp (p.8),

“... tanto no caso do investimento voltado para o mercado interno, quanto naquele que se orienta para a venda no mercado externo, não há contribuição positiva, de qualquer natureza, da política macroeconômica atual. A política monetária restritiva aumenta o custo de oportunidade e parte do custo do financiamento dos investimentos, bem como reduz a rentabilidade efetiva das exportações.”²⁴

O padrão da política econômica, pode-se dizer, dos últimos 6 anos, caracterizando-se por juros altos e sem perspectivas plausíveis de baixa (apesar de uma grande pressão do setor produtivo), aliado a um câmbio valorizado e redução nos gastos do governo em busca da meta de superávit fiscal, reforça a tendência de retração da atividade econômica, sobretudo industrial.

Em verdade, o cenário só não apresentou dados mais desanimadores em função dos resultados apresentados pelo setor exportador.

O nível de falências no setor produtivo reflete também os impactos da retração de investimento e principalmente do encarecimento do crédito e da diminuição da competitividade das empresas, em um cenário de redução da demanda e encarecimento dos custos da produção, já que a compra de qualquer capital que exija financiamento torna-se mais difícil.

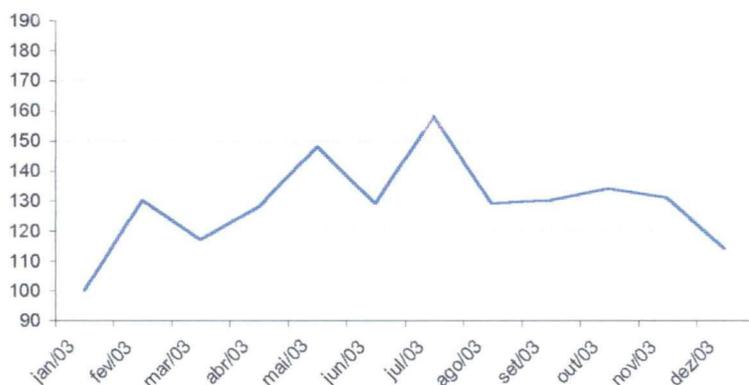
Observa-se no período de janeiro a dezembro de 2003, ano em que as taxas básicas de juros sofreram aumentos significativos, que a variação percentual de solicitações de falência chega a ultrapassar 58%, segundo informação disponibilizada pelo Serasa. O alto custo do capital, não só inviabiliza novos investimentos como

²³ Suplemento 3 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da UNICAMP, Nº5, Nov/2004/Abr/2005, 15/09/05

²⁴ Suplemento 3 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da UNICAMP, Nº5, Nov/2004/Abr/2005, 15/09/05

também encarece os empréstimos, levando muitas empresas a não conseguirem manter-se em operação.

GRÁFICO 4.3 – SOLICITAÇÃO DE FALÊNCIAS



FONTE: Serasa – Variação Percentual – Jan/03 como base 100

Outra observação importante diz respeito ao mercado de trabalho. A retração da economia reflete no mercado de trabalho na medida em que menor demanda significa menos investimentos, o que por sua vez retrai a demanda por mão-de-obra. Conforme dados do Ministério do Trabalho, o número de postos de trabalho formais criados em julho de 2005 - 117.743 novos postos- foi muito inferior ao registrado no mesmo período do ano anterior - 202.033 novos postos. Os dados registram desaceleração ainda na comparação com junho de 2005, quando foram criadas somente 195.536 vagas com carteira assinada.

A variação da taxa de desemprego aberto, com base em pessoas que procuraram trabalho nos últimos 30 dias antes da entrevista feita pelo IBGE, demonstra uma variação significativa em 2003 e 2004, conforme a tabela 4.2. O aumento da taxa de desemprego em 2003 pode ser associado ao resfriamento da atividade econômica, promovido pelas altas taxas de juros.

TABELA 4.2 – TAXA DE DESEMPREGO ABERTO NO BRASIL

PERÍODO	PESSOAL OCUPADO	TAXA DE DESEMPREGO (%)
1999	101,31	7,56
2000	102,31	7,14
2001	102,93	6,23
2002	100,59	7,14
2003	99,44	12,32
2004	101,79	11,23
2005*	106,81	9,40

FONTES: IBGE e FIESP

NOTA: O período de 2005 é parcial ao primeiro semestre do ano.

Ao analisar-se os impactos no setor produtivo de políticas monetárias restritivas são várias as associações que podemos fazer e a observação do cenário brasileiro nos últimos 3 anos nos permitem concluir que, por mais que hajam outras variáveis importantes responsável pela taxa de crescimento da economia, as altas taxas de juros explicam em grande parte os baixos níveis de crescimento do Produto Interno Bruto.

4.4 A POLÍTICA MONETARIA E OS IMPACTOS NO ESTADO, EMPRESAS E INDIVÍDUOS

4.4.1 O Estado

Um dos pontos mais debatidos atualmente refere-se ao endividamento do Estado. Com o aumento das taxas de juros, representando o objetivo primordial de controle da inflação, os títulos emitidos pelo Governo trazem como consequência o aprofundamento da relação dívida/PIB.

Mesmo com a brutal elevação da carga tributária, que passou de 28.47% do PIB em 1995, para 36%, em 2003, não houve senão aumentos crescentes da dívida pública, representando um uso cada vez maior, por parte do governo, do instrumento de emissão de títulos públicos remunerados por uma taxa de juros cada vez maior²⁵.

Ao público leigo, os dados do superávit primário são apresentados com a ideia de folga nas contas públicas, e passa-se despercebido que isto não significa que o Estado esteja mantendo suas contas equilibradas. Em 2003, com o acréscimo da taxa de juros Selic (base de cálculo de remuneração de títulos do Governo), o superávit de cerca de R\$ 66,2 bilhões, não significou muito se considerarmos as despesas com juros que chegaram a R\$ 122 bilhões²⁶. Observando-se a mais longo prazo, a dívida pública cresceu de R\$ 308 bilhões em dezembro de 1997, para R\$ 940 bilhões em setembro de 2004.²⁷

Por um lado, a reversão da alta do dólar, hoje mantida relativamente estável, coopera na redução da dívida, aliada a um aumento do superávit primário. Porém, a alta da taxa de juros trabalha no sentido contrário com um peso maior, pressionando o endividamento do Estado.

²⁵ Dados obtidos junto ao site da Receita Federal do Brasil

^{26,27} Dados retirados da Revista Conjuntura Econômica, Número 12, Volume 58, Dezembro de 2004, p. 15.

O Banco Central, sendo o “emprestador de última instância” precisar disponibilizar recursos aos bancos comerciais em situações em que estes estejam incorrendo em necessidades de caixa. Isto faz com que haja déficits no orçamento.

Outro ponto importante a destacar é que o Estado não somente vê sua dívida aumentando como também percebe sua arrecadação de receitas diminuindo. Com a retração da economia provocada pela política monetária restritiva que prejudica o setor produtivo, o nível de atividade da economia se reduz e conseqüentemente os impostos arrecadados também diminuem.

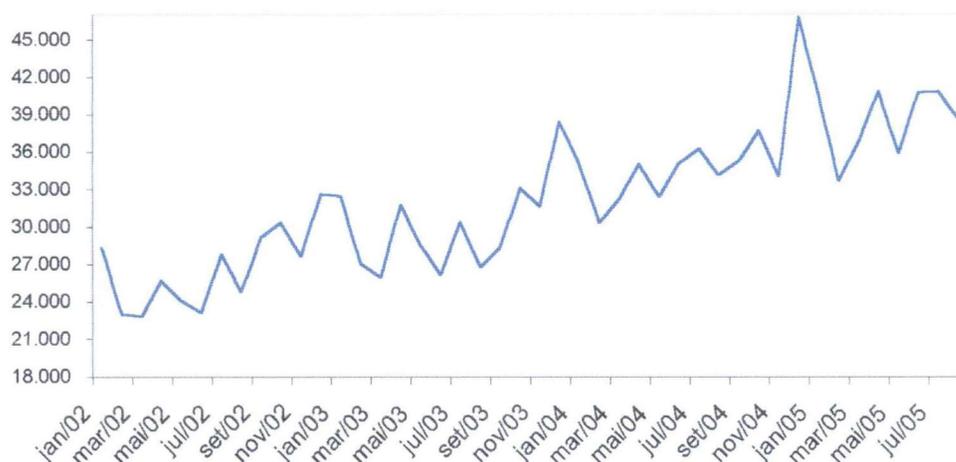
TABELA 4.3 – ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA

PERÍODO	ARRECADAÇÃO	PERÍODO	ARRECADAÇÃO	PERÍODO	ARRECADAÇÃO
JAN	32.425	JAN	34.976	JAN	40.501
FEV	26.981	FEV	30.273	FEV	33.637
MAR	25.879	MAR	32.163	MAR	36.782
ABR	31.679	ABR	35.008	ABR	40.808
MAI	28.573	MAI	32.373	MAI	35.862
JUN	26.156	JUN	35.030	JUN	40.704
JUL	30.362	JUL	36.226	JUL	40.796
AGO	26.733	AGO	34.107	AGO	38.671
SET	28.342	SET	35.225	SET	n/a
OUT	33.075	OUT	37.644	OUT	n/a
NOV	31.600	NOV	34.028	NOV	n/a
DEZ	38.390	DEZ	46.761	DEZ	n/a
TOTAL 2003	360.196	TOTAL 2004	423.813	TOTAL 2005	307.762

FONTE: Secretaria da Receita Federal – Análise Mensal Ago05

Conforme dados obtidos na Secretaria de Receita Federal, apesar da receita tributária arrecadada não ter diminuído em termos reais, observa-se uma redução nos valores de acréscimos, ou seja, um crescimento decrescente no ano de 2003.

GRÁFICO 4.4 – ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA



FONTE: Secretaria da Receita Federal – Análise Mensal Ago05

As políticas contracionistas podem ainda aumentar a vulnerabilidade da economia. Como citado por HUERTA em seu artigo de 1999:

“As política contracionistas e a estabilidade monetário-cambial têm (...) recrudescido os problemas de baixa competitividade, o que afeta a esfera produtiva e a geração de emprego, pressiona o setor externo e compromete a estabilidade bancária.”²⁸

Com a abertura da economia, o Brasil promove a internacionalização dos mercados financeiros e a conseqüente livre mobilidade dos capitais, o que pressiona o Estado no sentido de manutenção de sua moeda forte. Disciplina fiscal, estabilidade cambial, e redução na taxa de inflação aliada a taxas de juros altas, são pré-requisitos para a inserção da economia no mercado internacional.

As opções de políticas monetárias adotadas pelo Estado se tornam muito mais restringidas na medida em que a mobilidade de capitais força a decisões que beneficiem os investidores externos que atuam no mercado financeiro. Há um

²⁸ HUERTA, A. *As Razões de um Política Contracionista e suas conseqüências*. Revista Soc Bras Econ Pol, RJ, nº4, p.53-80, junho.1999

detrimento do setor produtivo decorrente dos incentivos ao setor financeiro. Esta integração nacional e as mudanças no mercado financeiro têm levado a uma mudança nas políticas adotadas pelos bancos centrais, que não priorizam o crescimento nacional ou o equilíbrio na relação entre os mercados financeiro e produtivo.

4.4.2 As Empresas

As empresas de grande porte e as médias e pequenas empresas são afetadas de distintas maneiras pela restrição do crédito na economia. Há duas formas de financiamento das empresas, via empréstimos ou via mercado de ações, sendo que as que têm grande porte optam pela venda de ações na bolsa financiando seus investimentos.

Todavia, a política monetária também afeta os preços das ações, já elas têm o seu valor calculado com base nos dividendos que pagam e o valor destes variam de acordo com os valores das demais opções de compra no mercado. Como explica MENDES (2000, p.152):

“Assim como o título paga juros, a ação paga dividendos. Quem compra uma ação considera a alternativa de comprar um título. Suponha que o governo contraia a base monetária, e que as taxa de juros dos títulos aumentem. A compra de títulos torna-se mais atrativa que a compra de ações, fazendo com que a demanda de ações e os seus preços caiam. Desse modo, a contração monetária e o aumento das taxas de juros devem estar associados, em geral, com a queda dos preços das ações.”

E ainda, tendo em vista a variabilidade deste tipo de transação (comercialização de títulos), as empresas se tornam mais vulneráveis às variações do mercado que reflitam as possíveis instabilidades da economia.

As pequenas empresas são afetadas diretamente pelo alto custo do capital, aumentando cada vez seu endividamento para que possa não só investir como, muitas vezes, viabilizar o seu fluxo de caixa.

As políticas monetárias restritivas, de um modo geral, inibem os investimentos

por um lado por encarecerem o crédito e por outro por diminuírem a rentabilidade dos investimentos (isto é, o percentual de acréscimo à produção obtido com o aumento do investimento em capital). Em um cenário de recessão, com a demanda reprimida as empresas não vêem grandes oportunidades de lucros, não tendo razões para expandir suas plantas de produção já que não haveria a quem ofertar uma maior produção.

Um outro aspecto desse tipo de política é que há uma valorização da moeda nacional (neste exemplo observa-se o elevado grau de interligação entre as políticas monetária e cambial). Esta valorização afeta as empresas que destinam sua produção à exportação pois faz com que os produtos nacionais percam a competitividade no mercado internacional. Com o encarecimento da nossa moeda, torna-se mais caro para os importadores adquirirem nosso produto.

Por outro lado, a valorização do Real estimula as importações, já que reduz em parte o pagamento em moeda estrangeira. O aumento do volume de produtos importados no mercado nacional, ajuda a restringir o aumento de preços já que estimula a competitividade. Porém, a concorrência é muitas vezes disparatada, e pode levar a falências de pequenas empresas que não têm poder de concorrência, além de inibir a produção de artigos de bens de capital, em geral de qualidade muito superior e de preço muito mais baixo quando importado do que quando produzido no mercado nacional. Vale salientar que estes tipos de bens são os maiores responsáveis pelo crescimento a longo prazo da economia.

Atualmente, observamos no Brasil, com a meta de superávit fiscal, uma redução nos investimentos por parte do governo em infra-estrutura (como estradas, portos, fontes de energia), o que reduz ainda mais o interesse em investimentos privados, uma vez que os retornos são afetados por essa falta de infra-estrutura necessária para a produção e escoamento de mercadorias.

Em suma, a classe empresarial tem demonstrado seu descontentamento com as políticas monetárias que não dedicam atenção ao setor produtivo da sociedade. Diversas críticas à política de alta de juros têm sido recebidas pela autoridade monetária nos últimos meses.

4.4.3 Os Indivíduos Consumidores

As políticas de restrição monetária aliadas às políticas de superávit fiscal do governo, têm contribuído para o aumento dos níveis de desemprego. A recessão provocada pela restrição de moeda em circulação, reduz a demanda o que induz à redução do volume de produção. O desemprego aumenta e os níveis de rendimento real dos trabalhadores diminui.

Os consumidores brasileiros, principalmente os das camadas mais baixas da sociedade, têm gradativamente aumentado o seu grau de endividamento. Compras com cartões ou cheques, realizados por intermédio de empresas de concessão de crédito e não mais pelas próprias lojas, têm atraído a população de baixa e média renda, que realizam compras em várias parcelas, muitas vezes “seduzidas” pelos baixos valores das parcelas e sem perceber os percentuais de juros embutidos. Assim, até mesmo a propaganda de divulgação das mercadorias e de seus preços sequer apresentam o preço à vista ou o preço total. Apenas os valores das parcelas, acessíveis, estimulando o consumo.

Outra forma de endividamento com o consumo é a criação de cartões de crédito das lojas. Por meio de compras parceladas com pagamento posterior em faturas, o consumidor se endivida cada vez mais ao adquirir qualquer tipo de mercadoria com pagamento em cartão de crédito.

O crédito disponível a população com menos recursos tem sido realizado com novos meios de obtenção e liquidação. Opções como cheque especial e cartão de crédito, estão acessíveis a quase todas as camadas da população, necessitando-se de poucos requisitos para obter essas fontes de endividamento. As taxas de juros cobrados são exorbitantes, e muitas vezes passam despercebidas por detrás da grande facilidade no uso destes mecanismos. Os juros pagos por estes tipos de serviços podem ultrapassar 200% ao ano, sendo que a taxa de rendimento da poupança é medíocre se comparada a este valor e a taxa de inflação não representa sequer 5% deste valor²⁹.

Os empréstimos apresentam novas características. Estes podem ainda ser feitos

²⁹ Conforme dados da Anefac – Associação Nacional dos Executivos de Finanças Administração e Contabilidade

por meio de cheques caução ou de fiadores, porém agora a nova opção é o empréstimo com desconto direto na folha de pagamento. Este tipo de empréstimo é direcionado principalmente a aposentados e pensionistas do INSS, por terem a renda garantida ainda que não de alto valor.

Este tipo de transação oferece total garantia de liquidação junto aos fornecedores do empréstimo, não havendo como o prestador não pagar suas parcelas do empréstimo, ou seja, as financeiras têm altos ganhos. Por outro lado, a população que utiliza deste tipo de empréstimo é geralmente a que possui menos recursos e que torna-se cada vez mais pobre, com a redução de parte de sua renda já extremamente baixa. Os juros pagos por esta qualidade de empréstimo é inferior ao dos empréstimos tradicionais³⁰ porém ainda é exorbitante ao comparar-se os rendimentos da poupança ou às taxas de inflação.

O que observamos é uma população cada vez mais endividada e com menos recursos disponíveis, o que leva a uma acentuação de pessoas vivendo com baixa qualidade de vida. Este fato se observa em todas as idades e não é característica somente da classe de mais baixa renda. Pessoas de média renda também se vêm obrigadas ao endividamento quando da necessidade de realização de compras de casas, carros, ou algum artigo de mais alto valor.

³⁰ Conforme dados da Anelae – Associação Nacional dos Executivos de Finanças Administração e Contabilidade, o índice médio anual em maio de 2003 foi de 325,24% nos empréstimos para pessoas físicas

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS - FATORES QUE INFLUENCIAM A TOMADA DE DECISÃO QUANTO A POLÍTICA MONETÁRIA

Ao tentar-se compreender as causas que levam o Banco Central a adotar uma política monetária que afeta negativamente o setor produtivo, ou seja, ao observar-se uma preocupação tão grande sobre os níveis de inflação em detrimento da atenção dispensada ao nível de crescimento da economia, é importante analisar alguns pontos.

Em primeiro lugar, devemos admitir que é impossível atender a todos os interesses ao mesmo tempo, afinal, como citado pelo economista e ex-presidente do Banco Central, Arminio Fraga Neto ³¹:

A sociedade deseja a manutenção da estabilidade dos preços, tão duramente conquistada e mantida nos últimos anos, mas quer a redução imediata dos juros reais. Deseja um câmbio menos volátil, mas não aprecia intervenções que venham a reduzir as reservas internacionais do país. Deseja a redução do déficit externo, mas repele o câmbio depreciado e a pressão sobre os preços que este induz.

Depois, não podemos deixar de buscar em observações históricas a causa da busca incessante pelo controle inflacionário. Com uma tradição de anos de inflação galopante e planos econômicos frustrados, uma economia emergente como a do Brasil pode justificar sua preferência pela estabilidade e um crescimento pequeno, porém sustentável, ao invés de “milagres econômicos” que possam não perdurar.

Sobre o papel do Banco Central no Brasil vale a pena enfatizar que este possui apenas um instrumento de ação, a política monetária, e, portanto, tem como meta apenas um objetivo. É consenso hoje no meio financeiro que este objetivo deve ser o da estabilidade de preços. Nesse caso, pode se atuar com maior ou menor grau de transparência e compromisso. No arcabouço do Regime de Metas de Inflação adotado pelo Brasil, há uma tentativa de ser o mais claro e objetivo, inspirando-se confiança ao mercado.

³¹ Artigo intitulado *Política Monetária no Brasil*, Revista Valor Econômico, Vol. 51, p. 64, 06/Nov/2002.

Sobre o setor bancário, os bancos comerciais registram os maiores lucros em anos, o que torna-se possível em um contexto de altas taxas de juros. Isto devido ao fato de que o setor bancário sofre um impacto positivo em períodos de políticas monetárias restritivas, no sentido de que o aumento da taxa de juros nominal pelo Banco Central induz ao aumento das taxas de juros reais aplicadas na economia. Conforme informação da Anefac (Associação Nacional dos Executivos de Finanças e Contabilidade, em artigo da revista *Conjuntura Econômica*³², estima-se que, no ambiente de altas taxas de juros de 2003, 40,1% da taxa de juros cobrados corresponde aos lucros dos bancos. Os 60% restantes cobrem despesas administrativas (14,1%), impostos e compulsórios (28,5%) e cobertura para créditos duvidosos (17,3%). Já os custos de captação seriam nulos pois são obtidos dos depósitos à vista.

Como apresentado no *Jornal do Brasil*, em reportagem de 04/06/05, um levantamento feito pelo Banco Central revela que, no primeiro trimestre deste ano, os bancos comerciais lucraram R\$ 6,335 bilhões, valor 52% maior que o registrado no mesmo período do ano passado. As operações de intermediação financeira, como empréstimos e aplicações em títulos públicos, propiciaram lucro de R\$ 19,174 bilhões, R\$ 2,185 bilhões a mais que no ano passado. Os lucros são devido tanto ao aumento no número de empréstimos concedidos quanto por aplicações concentradas em títulos públicos.

As altas taxas de juros também funcionam como atração para capital estrangeiro, inegavelmente necessário para o desenvolvimento interno da economia. Desta forma busca-se neutralizar o efeito negativo do risco de calotes do Brasil, herança da recente reestruturação da dívida externa da década de 80 até 1994, e o pânico de moratória de 2002 com as incertezas políticas.

Conforme artigo da revista *Conjuntura Econômica*, há outras explicações para a manutenção de elevadas taxas de juros reais³³. Dentre as mencionadas podemos citar o nível de crédito muito baixo, ou seja as aplicações em LFT's – Letras Financeiras do Tesouro, aplicações *overnight* atreladas à Selic, constituem um estoque de “quase-

³² *A Formação da Taxa de Juros*, por Juçara Braga. Revista *Conjuntura Econômica*. Julho/2003

³³ Carta do IBRE. *Juros Reais Altos: Um Enigma Repleto de Explicações*. Revista *Conjuntura Econômica*. Setembro/05

moeda” (com liquidez próxima a da moeda) ou seja podem ser convertidos em moeda a qualquer momento. Ao aumentar a Selic, a autoridade monetária acaba aumentando o volume de moeda disponível na economia, num efeito expansionista ao contrário do objetivo.

Outro ponto abordado diz respeito ao baixo nível de intermediação financeira no Brasil diminuindo a potência da política monetária o que forçaria a adoção de taxas de juros cada vez mais altas para conter a demanda. Conforme apresentado no artigo (p. 9):

Taxas mais elevadas são mais efetivas em refrear a procura de crédito quando pessoas e empresas estão mais alavancadas, e sente mais os seu efeitos. No Brasil, apesar do aumento recente, o volume de crédito em relação ao PIB ainda está por volta de 28%. (...) Outro aspecto da atrofia da intermediação financeira no Brasil é a ausência de mercados secundários desenvolvidos, como o de hipotecas (...) que criam importantes canais de transmissão da política monetária.

Em uma última reflexão sobre as causas da política de juros altos poderíamos focar uma razão política, por mais que nos falte argumentos oficiais para tanto. É prática conhecida no meio político, o plano de futura reeleição de um governo estar relacionado às atitudes do governo no presente. Dessa forma, poderíamos supor que a fim de causar um impacto positivo na opinião pública e empresarial, o governo permitiria que a economia sofresse algum tipo de recessão no período anterior ao do último ano de seu governo, promovendo-se o despertar da economia, com a redução da taxa de juros e afrouxamento da política econômica no último ano de governo, aumentando suas chances de reeleição.

De uma maneira geral, várias podem ser as justificativas ou conjecturas a respeito dos motivos que levam a autoridade monetária assumir uma postura restritiva ao crescimento da economia, com altas taxas de juros. Porém o consenso seria que mudanças necessitam ser feitas ou a estagnação econômica poderá ser o cenário de longo prazo da economia brasileira.

6 CONCLUSÃO

As políticas monetárias são responsáveis não somente pelo setor monetário da economia como também exerce significativa influência no setor produtivo da sociedade. O cenário macroeconômico no período analisado demonstra que as taxas de juros exercem um papel importante nas demais variáveis da economia, com o crescimento do PIB refletindo as alterações na política monetária restritiva, ou seja, é possível observar uma redução no PIB em períodos de aumento na taxa de juros.

O período também demonstrou a relação entre as decisões de política monetária e as alterações nos âmbitos fiscal e cambial, comprovando a estreita relação entre os instrumentos de política econômica.

O desenvolvimento da economia também refletia as mudanças que foram introduzidas nos períodos anteriores, principalmente no que se refere ao setor externo, responsável pelo crescimento da economia apesar dos impactos negativos das políticas macroeconômicas.

Por fim, conclui-se que a economia tenderá a um cenário recessivo se as decisões econômicas continuarem a seguir esta mesma linha. As causas desta política restritiva, ou, suas justificativas, são as mais diversas. Já as opiniões acerca das decisões econômicas de altas taxas de juros tendem a um consenso sobre a necessidade de mudança, com declarados protestos do setor produtivo contra as decisões econômicas.

REFERÊNCIAS BIBLIGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatórios Anual 2001, 2002, 2003, 2004.** Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/Banual>. Acesso em 04/mai e 22/ago/2005.

BNDES. **Textos para Discussão.** Disponível em <http://www.bndes.gov.br>. Acesso em 02 set. 2005.

CARVALHO, F. J. C. de et. al. **Economia monetária e financeira: teoria e política.** Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CENTRO DE ESTUDOS DE CONJUNTURA E POLÍTICA ECONÔMICA – UNICAMP. **Suplemento 4 do Boletim Semestral.** Nº 04. Mai/2004-Out/2005..

CENTRO DE ESTUDOS DE CONJUNTURA E POLÍTICA ECONÔMICA – UNICAMP. **Suplemento 7 do Boletim Semestral.** Nº 04. Mai/2004-Out/2005..

CENTRO DE ESTUDOS DE CONJUNTURA E POLÍTICA ECONÔMICA – UNICAMP. **Boletim Semestral.** Nº 05. Nov/2004-Abr/2005.

CENTRO DE ESTUDOS DE CONJUNTURA E POLÍTICA ECONÔMICA- UNICAMP. **Suplemento 1do Boletim Semestral.** Nº 05. Nov/2004-Abr/2005.

CENTRO DE ESTUDOS DE CONJUNTURA E POLÍTICA ECONÔMICA – UNICAMP. **Suplemento 3 do Boletim Semestral.** Nº 05. Nov/2004-Abr/2005.

CINTRA, M. A. M. **Os Mercados Internacionais, a Especulação Cambial e os Limites dos Bancos Centrais.** R. Paran. Desenv.. Curitiba, nº 90, jan./abr.1997, p.67-103.

DORNBUSCH, R.; STANLEY, F. **Macroeconomia.** 5. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 1991.

HUERTA, A. **As Razões de Uma Política Contracionistas e Suas Conseqüências**. Revista Soe. Bras. Economia Política, Rio de Janeiro, nº 4, p.53-80, junho 1999.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Indicadores Econômicos**. Acesso em 17/Ago/2005.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Ipea Data**. Acesso em 19/Ago/2005.

JORNAL FOLHA DE SÃO PAULO. Folha Dinheiro – Opinião Econômica São Paulo. Edições dos dias 29 e 30/set/2005.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1988. (Os Economistas)

MENDES, J. T. G. **Economia Empresarial**. Curitiba: Assoc. Franciscana Ens. Senhor Bom Jesus, 2002.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Macroeconomia. Rio de Janeiro: FGV, v. 56, n. 12, dez. 2002, p. 22 a 28.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Macroeconomia. Rio de Janeiro: FGV, v. 57, n. 01, jan. 2003, p. 14 a 23.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Macroeconomia. Rio de Janeiro: FGV, v. 57, n. 07, jul. 2003, p. 20 a 21.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Macroeconomia. Rio de Janeiro: FGV, v. 58, n. 01, jan. 2004, p. 08 a 17.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Macroeconomia. Rio de Janeiro: FGV, v. 58, n. 05, mai. 2004, p. 10 a 16.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Macroeconomia. Rio de Janeiro: FGV, v. 58, n. 12, dez. 2004, p. 08 a 27.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Macroeconomia. Rio de Janeiro: FGV, v. 59, n. 07, jul. 2005, p. 13 a 14.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Macroeconomia. Rio de Janeiro: FGV, v. 59, n. 09, set. 2005, p. 12 a 25.

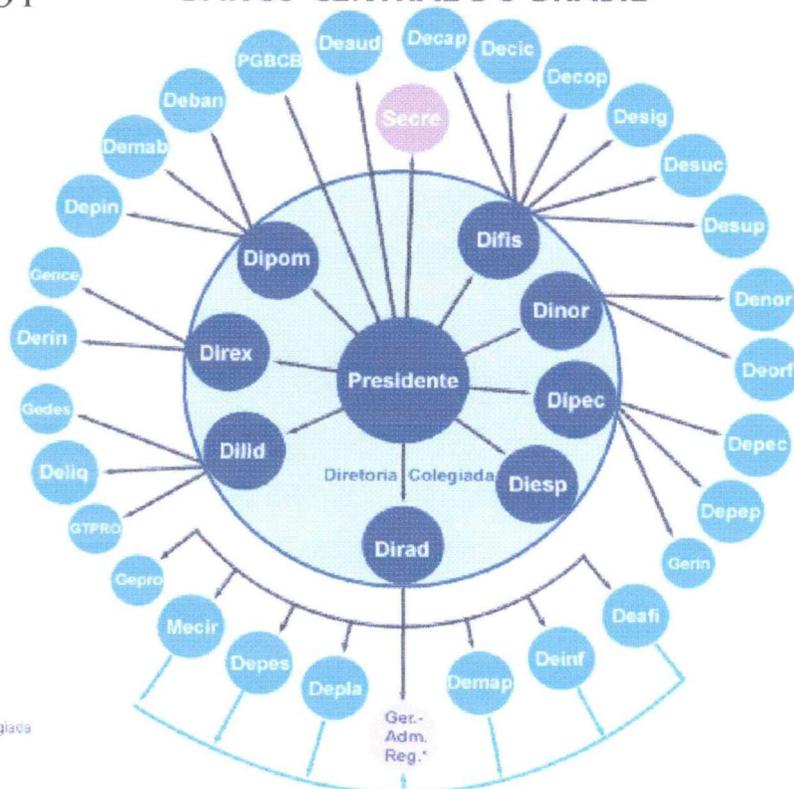
SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. **Macroeconomia**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

**ANEXO I – ORGANOGRAMA DA ESTRUTURA ADMINISTRATIVA DO
BANCO CENTRAL DO BRASIL**

ANEXO II – VARIAÇÃO DA TAXA DE INFLAÇÃO IPCA

ANEXO III – VARIAÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO

BANCO CENTRAL DO BRASIL*



Diretoria Colegiada

- Presidente
- Diretores

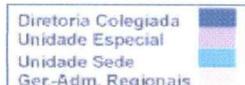
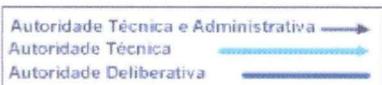
Presidente

- Secre – Secretaria-Executiva da Diretoria
- Deaud – Departamento de Auditoria Interna
- PGBCE – Procuradoria-Geral do Banco Central do Brasil
- Dirad – Diretor de Administração
- Deafi – Departamento de Administração Financeira
- Deinf – Departamento de Tecnologia da Informação
- Demab – Departamento de Recursos Materiais e Patrimônio
- Depes – Departamento de Gestão de Pessoas e Organização
- Depla – Departamento de Planejamento e Orçamento
- Gepro – Gerência-Executiva de Projetos
- Mecir – Departamento do Meio Circulante
- * Gerências Administrativas Regionais

- ADBEL – Gerência-Administrativa em Belém – PA
- ADBHO – Gerência-Administrativa em Belo Horizonte – MG
- ADCUR – Gerência-Administrativa em Curitiba – PR
- ADFOR – Gerência-Administrativa em Fortaleza – CE
- ADPAL – Gerência-Administrativa em Porto Alegre – RS
- ADREC – Gerência-Administrativa em Recife – PE
- ADRJA – Gerência-Administrativa no Rio de Janeiro – RJ
- ADSAJ – Gerência-Administrativa em Salvador – BA
- ADSPA – Gerência-Administrativa em São Paulo – SP
- Dilid – Diretor de Liquidações e Desestatização
- Deliq – Departamento de Liquidações Extrajudiciais
- Gedes – Gerência-Executiva de Desestatização
- GTPRO – Gerência-Executiva do Proagro

Direx – Diretor de Assuntos Internacionais

- Derin – Departamento de Dívida Externa e Relações Internacionais
- Gence – Gerência-Executiva de Nominação de Câmbio e Capitais Estrangeiros
- Dipom – Diretor de Política Monetária
- Deban – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
- Demab – Departamento de Operações do Mercado Aberto
- Depin – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
- Difis – Diretor de Fiscalização
- Decap – Departamento de Controle e Análise de Processos Administrativos Punitivos
- Decic – Departamento de Combate a Ilícitos Financeiros e Supervisão de Câmbio e Capitais Internacionais
- Decop – Departamento de Controle de Gestão e Planejamento da Supervisão
- Desig – Departamento de Supervisão Indireta e Gestão da Informação
- Desuc – Departamento de Supervisão de Cooperativas e Instituições Não Bancárias e de Atendimento de Demandas e Reclamações
- Desup – Departamento de Supervisão de Bancos e de Conglomerados Bancários
- Dinor – Diretor de Normas e Organização do Sistema Financeiro
- Denor – Departamento de Normas do Sistema Financeiro
- Deorf – Departamento de Organização do Sistema Financeiro
- Dipec – Diretor de Política Econômica
- Depec – Departamento Econômico
- Depep – Departamento de Estudos e Pesquisas
- Gern – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
- Diesp – Diretor de Estudos Especiais



* Vinculado ao Ministério da Fazenda

Posição em 15/8/2005

PRESIDENTE

Henrique de Campos Meirelles

DIRETORES

Administração - Dirad

João Antônio Fleury Teixeira

Assuntos Internacionais - Direx

Alexandre Schwartzman

Estudos Especiais - Diesp

Alexandre Antonio Tombini

Política Econômica - Dipec

Afonso Sant'Anna Bevilacqua

Fiscalização - Difis

Paulo Sérgio Cavalheiro

Liquidações e Desestatização - Dilid

Antonio Gustavo Matos do Vale

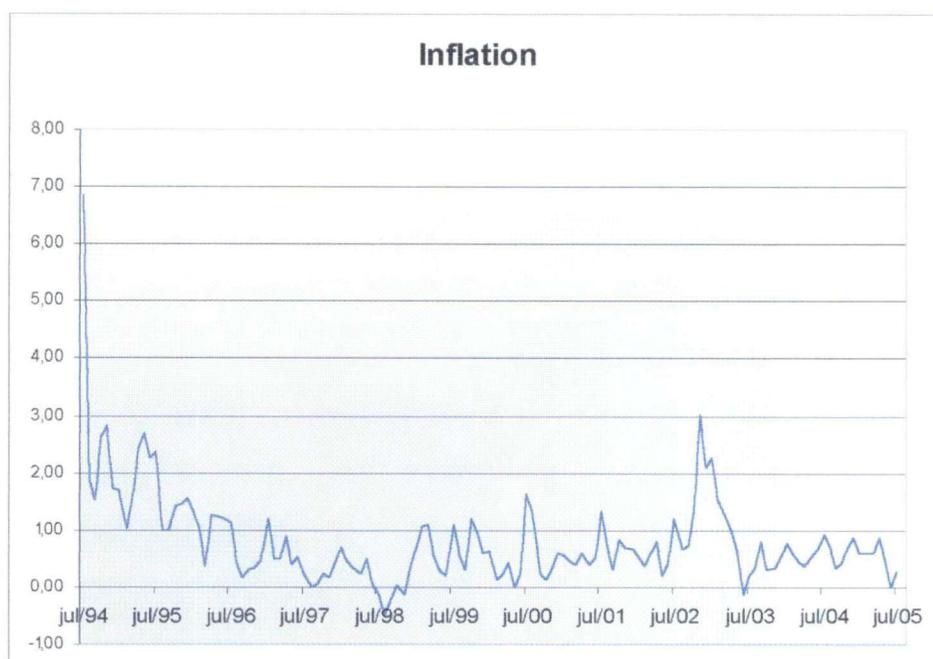
Normas e Organização do Sistema Financeiro - Dinor

Sérgio Darcy da Silva Alves

Política Monetária - Dipom

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo

ANEXO II - VARIAÇÃO DO ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO



Fonte: IPEA

Mês/Ano	%	Mês/Ano	%	Mês/Ano	%	Mês/Ano	%	Mês/Ano	%	Mês/Ano	%
jul/94	6,84	jul/96	1,11	jul/98	-0,12	jul/00	1,61	jul/02	1,19	jul/04	0,91
ago/94	1,86	ago/96	0,44	ago/98	-0,51	ago/00	1,31	ago/02	0,65	ago/04	0,69
set/94	1,53	set/96	0,15	set/98	-0,22	set/00	0,23	set/02	0,72	set/04	0,33
out/94	2,62	out/96	0,30	out/98	0,02	out/00	0,14	out/02	1,31	out/04	0,44
nov/94	2,81	nov/96	0,32	nov/98	-0,12	nov/00	0,32	nov/02	3,02	nov/04	0,69
dez/94	1,71	dez/96	0,47	dez/98	0,33	dez/00	0,59	dez/02	2,10	dez/04	0,86
jan/95	1,70	jan/97	1,18	jan/99	0,70	jan/01	0,57	jan/03	2,25	jan/05	0,58
fev/95	1,02	fev/97	0,50	fev/99	1,05	fev/01	0,46	fev/03	1,57	fev/05	0,59
mar/95	1,55	mar/97	0,51	mar/99	1,10	mar/01	0,38	mar/03	1,23	mar/05	0,61
abr/95	2,43	abr/97	0,88	abr/99	0,56	abr/01	0,58	abr/03	0,97	abr/05	0,87
mai/95	2,67	mai/97	0,41	mai/99	0,30	mai/01	0,41	mai/03	0,61	mai/05	0,49
jun/95	2,26	jun/97	0,54	jun/99	0,19	jun/01	0,52	jun/03	-0,15	jun/05	-0,02
jul/95	2,36	jul/97	0,22	jul/99	1,09	jul/01	1,33	jul/03	0,20	jul/05	0,25
ago/95	0,99	ago/97	-0,02	ago/99	0,56	ago/01	0,70	ago/03	0,34	-	-
set/95	0,99	set/97	0,06	set/99	0,31	set/01	0,28	set/03	0,78	-	-
out/95	1,41	out/97	0,23	out/99	1,19	out/01	0,83	out/03	0,29	-	-
nov/95	1,47	nov/97	0,17	nov/99	0,95	nov/01	0,71	nov/03	0,34	-	-
dez/95	1,56	dez/97	0,43	dez/99	0,60	dez/01	0,65	dez/03	0,52	-	-
jan/96	1,34	jan/98	0,71	jan/00	0,62	jan/02	0,52	jan/04	0,76	-	-
fev/96	1,03	fev/98	0,46	fev/00	0,13	fev/02	0,36	fev/04	0,61	-	-
mar/96	0,35	mar/98	0,34	mar/00	0,22	mar/02	0,60	mar/04	0,47	-	-
abr/96	1,26	abr/98	0,24	abr/00	0,42	abr/02	0,80	abr/04	0,37	-	-
mai/96	1,22	mai/98	0,50	mai/00	0,01	mai/02	0,21	mai/04	0,51	-	-
jun/96	1,19	jun/98	0,02	jun/00	0,23	jun/02	0,42	jun/04	0,71	-	-

ANEXO III - VARIAÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO

Período	Variação Percentual Real	Preços Correntes em Real	Preços Correntes em Milhões de US\$
1994	5,85	349 204 679 000,00	543 087
1995	4,22	646 191 517 000,00	705 449
1996	2,66	778 886 727 000,00	775 475
1997	3,27	870 743 034 000,00	807 814
1998	0,13	914 187 877 000,00	787 889
1999	0,79	973 845 966 000,00	536 554
2000	4,36	1 101 255 078 000,00	602 207
2001	1,31	1 198 736 188 000,00	509 797
2002	1,93	1 346 027 553 000,00	459 379
2003	0,54	1 556 182 114 000,00	506 784
2004	4,90	1 766 621 034 000,00	603 994

Fonte: IBGE