

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO - UFPE

Centro Acadêmico do Agreste - CAA

Curso de Ciências Econômicas

**UMA ANÁLISE DA TRAJETÓRIA DO INVESTIMENTO, CONSUMO, TAXA DE
CÂMBIO E DÍVIDA PÚBLICA EM RELAÇÃO À TAXA SELIC NO BRASIL ENTRE
1999 E 2014**

MELYSSA RAMOS LEANDRO

CARUARU-PE

2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO - UFPE

Centro Acadêmico do Agreste - CAA

Curso de Ciências Econômicas

**UMA ANÁLISE DA TRAJETÓRIA DO INVESTIMENTO, CONSUMO, TAXA DE
CÂMBIO E DÍVIDA PÚBLICA EM RELAÇÃO À TAXA SELIC NO BRASIL ENTRE
1999 E 2014**

Monografia apresentada por Melyssa Ramos Leandro
como requisito parcial para a conclusão do Curso de
Graduação em Economia, sob a orientação da Prof^ª. Dr^ª.
Lucilena Castanheira.

CARUARU-PE
2015



**Universidade Federal de Pernambuco
Centro Acadêmico do Agreste
Departamento de Economia**

**PARECER DA COMISSÃO EXAMINADORA DE DEFESA DE MONOGRAFIA DA
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS DE:**

MELYSSA RAMOS LEANDRO

A Comissão Examinadora composta pelos professores abaixo, sob a presidência do primeiro, considera a candidata Melyssa Ramos Leandro **APROVADA**.

Caruaru-PE, 20 de Agosto de 2015.

Prof^a. Dr^a. Lucilena F. Castanheira Corrêa
Orientadora

Prof. Msc. Márcio Miceli Maciel de Sousa
UFPE/CAA

Prof. Msc. José Valdecy Guimarães júnior
UFPE/CAA

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, sou grata a Deus por me conceder o dom da sabedoria, permitindo-me superar as fases mais complicadas do curso de Ciências Econômicas e concluir esta pesquisa.

Em segundo lugar, agradeço aos meus pais, Josenilson e Simone, pela compreensão em todos os períodos nos quais estive ausente para focar os estudos, pela paciência que tiveram diante dos meus momentos de preocupação com provas e trabalhos, pelos incentivos que me ofereceram, por sempre se mostrarem crédulos em meu potencial e vibrarem a cada conquista minha.

Aos meus avós José, Francisco e Maria, pelo estímulo dado ao demonstrarem orgulho em ver minha dedicação ao curso. À minha avó Zeneide (*in memoriam*) que, certamente, também estaria nesta torcida por mim.

Aos tios e primos que me incentivaram.

À minha orientadora, Prof^a. Lucilena Ferraz Castanheira Corrêa, por toda a atenção e dedicação despendida para me direcionar na produção deste trabalho.

Aos colegas de classe, pelos momentos de união e força coletiva para que todos conseguissem superar as dificuldades de compreensão dos conteúdos.

A todos os mestres que cultivaram meus conhecimentos ao longo do curso e que, além de professores, se tornaram amigos.

RESUMO

A política monetária é um instrumento muito utilizado no controle da inflação e a taxa de juros de curto prazo tem sido a principal ferramenta empregada pelos Bancos Centrais em sua execução. As decisões de política monetária afetam diferentes setores da economia, pois, conforme expõem as teorias que abordam os seus mecanismos de transmissão, a taxa de juros estabelece uma relação inversa com os níveis de investimento, consumo e taxa de câmbio, e direta com a dívida pública. Em 1999, com a introdução do Regime de Metas de Inflação, a taxa básica de juros se tornou um instrumento ainda mais representativo para o controle do nível de preços no Brasil. Em linha com o objetivo desta pesquisa, a partir de análise de dados para formação bruta de capital físico, despesa de consumo das famílias, taxa de câmbio e contas públicas, foi constatado que, entre 1999 e 2014, as relações entre a Taxa Selic e estas variáveis sinalizam ocorrer conforme apresentam as teorias dos canais de transmissão da política monetária. Em função desta capacidade de a Taxa Selic influenciar nos níveis de variáveis que determinam a demanda agregada, a política monetária foi capaz de manter a inflação dentro dos limites estabelecidos. Por outro lado, verificou-se que a taxa básica de juros do Brasil esteve entre as maiores taxas de juros do mundo. Logo, como há relação entre a Taxa Selic e variáveis importantes para a atividade econômica, a redução da taxa básica de juros ainda constitui um desafio a ser cumprido para a concretização da estabilidade.

PALAVRAS-CHAVE: Taxa Selic. Investimento. Consumo. Taxa de câmbio. Dívida Pública.

ABSTRACT

Monetary policy is a widely used tool in controlling inflation and short-term interest rate has been the main tool used by central banks in their implementation. The monetary policy decisions affect different sectors of the economy because, as expose the theories that address their transmission mechanisms, the interest rate establishes an inverse relationship with levels of investment, consumption and exchange rate, and direct with debt public. In 1999, with the introduction of the regime of inflation targets, the basic interest rate has become an even more representative tool to control the price level in Brazil. In keeping with its objective of this research, from data analysis to gross physical capital, consumption expenditure by households, exchange rate and public accounts, it was found that between 1999 and 2014, relations between the Selic rate and these variables signal occur as present theories of the monetary policy transmission channels. Because of this ability to influence the Selic rate in the levels of variables that determine aggregate demand, monetary policy has been able to keep inflation within the established limits. Furthermore, it was found that the base rate of interest of Brazil was among the highest interest rates in the world. As soon as there is a relationship between the Selic rate and important variables for economic activity, reducing interest base rate it is still a challenge to be met to achieve stability.

KEYWORDS: Selic rate. Investment. Consumption. Exchange rate. Public debt.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Objetivo geral.....	14
1.2 Objetivos específicos	14
1.3 Estrutura da monografia.....	14
2 CARACTERIZAÇÃO GERAL DA POLÍTICA MONETÁRIA E DO FUNCIONAMENTO DOS SEUS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO	16
2.1 Instrumentos de política monetária	17
2.2 Definição das metas operacionais	19
2.3 O funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária.....	21
2.3.1 Política monetária e sua relação com o investimento	23
2.3.2 A política monetária e sua relação com o consumo dos agentes econômicos.....	26
2.3.3 O impacto da política monetária sobre a taxa câmbio	27
2.3.4 Os efeitos da política monetária sobre a dívida pública	28
3 A TRAJETÓRIA DA ECONOMIA, DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS E DA TAXA SELIC: DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO AO GOVERNO DILMA V. ROUSSEFF	31
3.1 O comportamento da economia e das decisões de Política Econômica no Brasil: uma revisão histórica da década de 1980 ao ano de 2014.....	31
3.1.1 A implantação do Plano Real e o controle inflacionário no Primeiro Mandato de Fernando Henrique Cardoso.....	32
3.1.2 O segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso e a introdução do Regime de Metas de Inflação.....	35
3.1.3 A continuidade da Política Econômica pelo Governo Luiz Inácio Lula da Silva .	40
3.1.4 Governo de Dilma V. Rousseff e a instabilidade dos indicadores econômicos	44
3.2 O desempenho do IPCA mediante o Regime de Metas de Inflação.....	45
3.3 As decisões de política monetária a partir da determinação da Taxa Selic Meta entre os anos 1999 e 2014.....	47
4 O COMPORTAMENTO DOS NÍVEIS DE INVESTIMENTO, CONSUMO, TAXA DE CÂMBIO E DÍVIDA PÚBLICA MEDIANTE O DESEMPENHO DA ECONOMIA E DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL	50
4.1 A evolução do nível de investimento no Brasil mediante as variações na Taxa Selic ...	53

4.2 A trajetória do nível de consumo no Brasil e sua relação com as variações na Taxa Selic	57
4.3 O comportamento da taxa de câmbio brasileira frente às variações na Taxa Selic	61
4.4 A relação entre a política monetária e as contas públicas.....	66
CONSIDERAÇÕES FINAIS	70
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	72
ANEXO 1 – Histórico das metas estabelecidas pelo Copom para a Taxa Selic, entre 1999 e 2014.....	80

LISTA DE SIGLAS

BC	- Banco Central
BCB	- Banco Central do Brasil
BNDES	- Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
BP	- Balanço de Pagamentos
CMN	- Conselho Monetário Internacional
COPOM	- Comitê de Política Monetária
DLSP	- Dívida Líquida do Setor Público
DPMFi	- Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
FBCF	- Formação Bruta de Capital Fixo
FHC	- Fernando Henrique Cardoso
FMI	- Fundo Monetário Internacional
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	- Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LRF	- Lei da Responsabilidade Fiscal
LTF	- Letras do Tesouro Financeiro
LTN	- Letras do Tesouro Nacional
MDIC	- Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
NTN	- Notas do Tesouro Nacional
PAC	- Programa de Aceleração do Crescimento
PAI	- Programa de Ação Imediata
PIB	- Produto Interno Bruto
PT	- Partido dos Trabalhadores
RMI	- Regime de Metas de Inflação
SELIC	- Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TBAN	- Taxa de Assistência do Banco Central
TBC	- Taxa Básica do Banco Central
URV	- Unidade Real de Valor

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 - Mecanismos de transmissão da política monetária.....	22
--	----

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 3.1 - Histórico das metas para a inflação no Brasil (1999-2014).....	46
Tabela 4.1 - Taxa Selic: média das metas, valor efetivo acumulado no ano, valor real e suas respectivas taxas de crescimento, entre 1999 e 2014.....	51
Tabela 4.2 - Taxa real de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo, de 1999 a 2014.	53
Tabela 4.3 - Taxa real de crescimento da despesa de consumo das famílias (1999-2014).....	58
Tabela 4.4 - Comportamento da de câmbio brasileira entre os anos 1999 e 2014	62
Tabela 4.5 - Indicadores selecionados das contas públicas (% do PIB): 1999-2013.....	68

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1 - Trajetória da Taxa Selic e das taxas reais de crescimento da FBCF (1999-2014)	56
Gráfico 4.2 - Trajetória da Taxa Selic e das taxas reais de crescimento da despesa de consumo das famílias (1999-2014).....	60
Gráfico 4.3 - Taxas de crescimento da Taxa Selic e da taxa de câmbio (1999-2014).....	65
Gráfico 4.4 - Dívida Mobiliária Federal Interna, de 1999 a 2014	66
Gráfico 4.5 - Participação percentual dos títulos públicos federais por indexador (1999-2013)	67
Gráfico 4.6 - Taxas de Crescimento da Taxa Selic e da despesa com juros da dívida pública (1999-2013).....	68

1 INTRODUÇÃO

A significância do dinheiro para a economia pode ser compreendida através da Teoria Geral de Keynes, na qual é mostrada que a moeda é demandada pelos agentes econômicos por três motivos: (i) transação, para ser utilizada como intermediária de trocas; (ii) precaução, para atender às necessidades inesperadas e às oportunidades imprevistas de realização de compras vantajosas; (iii) especulação em relação aos possíveis rendimentos decorrentes do comportamento da taxa de juros no mercado financeiro. Neste sentido, na economia monetária, a moeda desempenha um duplo papel de meio de pagamento e de forma de riqueza. A taxa de juros, por vez, é o preço que determina a quantidade de moeda que os agentes irão reter, ou seja, é o preço que equilibra a demanda por moeda para consumo, investimento ou aplicações no mercado financeiro (CARAVALHO et al., 2007).

Dada a importância da moeda para as transações em todos os mercados da economia e da atribuição à taxa de juros como preço da moeda – afetando uma grande variedade de decisões econômicas, desde as despesas diárias dos consumidores até as decisões de investimento –, pode-se inferir que as variações ocorridas na taxa de juros podem interferir nos preços e nos custos de todos os setores da economia. Omar (2008) menciona que, nesse contexto, a taxa de juros pode estabelecer relações com: a inflação, o desemprego, a taxa de câmbio, os fluxos de capital, a estrutura da balança de pagamentos e o nível da dívida pública.

Para alcançar o equilíbrio nestas variáveis e atingir os objetivos no campo da economia, o governo dispõe das políticas monetária, fiscal, cambial e de rendas¹, sendo as duas primeiras as mais utilizadas. Dentre elas, a importância da política monetária no Brasil cresceu muito nos últimos anos, visto que a mesma se tornou o principal instrumento no combate à inflação (MARTINS, 2007).

Vasconcelos (2009) assinala que a política monetária vem ganhando espaço em relação à política fiscal porque apresenta efeitos imediatos, dado que a sua execução depende apenas de deliberações diretas das autoridades monetárias, enquanto a implementação de políticas fiscais está sujeita à votação do Congresso, apresentando defasagem entre a tomada de decisão e a adoção das medidas fiscais.

¹Na política de rendas, o governo estabelece controles diretos sobre a remuneração dos fatores de produção envolvidos na economia, tais como: salários, depreciações, lucros, dividendos e preços dos produtos intermediários e finais. Os principais objetivos dessa política são: propiciar ganhos de poder aquisitivo aos salários, no caso de controle de outros preços; redistribuir a renda; garantir a renda mínima a determinados setores ou classes sociais; reduzir o nível das tensões inflacionárias (HERBELHA, 2012).

Embora ainda haja controvérsias em relação ao objetivo final da política monetária, envolvendo discussões acerca de sua utilização para o intuito de sustentar o crescimento do produto, muitos autores defendem que o seu alvo principal é a manutenção da estabilidade econômica, através do controle da inflação. Para alcançar tal fim, Gameiro, Soares e Souza (2011) expõem que, devido ao papel chave que desempenha na economia, a taxa de juros de curto prazo, estabelecida através do mercado aberto e outras operações exercidas pelo Banco Central, tem sido a principal ferramenta utilizada para a execução da política monetária.

As variações exercidas na taxa de juros de curto prazo atingem a inflação porque seus efeitos se expandem na economia, exercendo influência sobre a demanda agregada e, conseqüentemente, afetando o nível de preços. Este encadeamento é explicado através dos mecanismos de transmissão de política monetária que, conforme podem ser identificados na literatura econômica, são: as taxas de juros de mercado, o crédito, o preço dos ativos, as expectativas e a taxa de câmbio.

Portanto, a eficácia da política monetária em promover a estabilidade depende da influência que o Banco Central exerce sobre as taxas de juros do mercado monetário e de como as alterações nestas taxas são transmitidas para o resto da economia (GAMEIRO, SOARES e SOUZA, 2009).

O controle sobre a taxa básica de juros vem sendo empregado na política monetária brasileira desde a década de 1980, quando, de acordo com Paes (2014), altas taxas de juros eram utilizadas para domínio da alta inflação, da restrição externa e dos déficits fiscais.

Após o lançamento do Real como padrão de valor, em julho de 1994, as altas taxas de juros foram adotadas pelas autoridades monetárias brasileiras como instrumento para alcançar dois objetivos principais: combater a inflação, restringindo a demanda agregada; e atrair capital externo, com o intuito de cobrir o déficit da conta corrente no balanço de pagamentos e aumentar as reservas internacionais.

Em 1999, com a adoção do Regime de Metas de Inflação, a política monetária se tornou um instrumento ainda mais significativo para a estabilização econômica. Sob este regime, o câmbio administrado foi substituído por um câmbio flexível, permitindo que o Banco Central do Brasil pudesse atuar de forma semelhante aos demais bancos centrais, utilizando a taxa básica de juros como principal variável de política monetária para conduzir a inflação em sentido à meta preestabelecida. Neste mesmo ano, que constitui o período inicial das análises desta monografia, a Taxa Selic passou a ser a taxa básica de juros da economia brasileira.

Neste contexto, dada a influência que a taxa de juros exerce sobre vários setores da economia e considerando o valor da política monetária no Brasil e da Taxa Selic para sua

condução a partir do Regime de Metas de Inflação, é de suma importância analisar se conforme apresentam as teorias, para afetar a inflação, a política monetária, através das variações exercidas na Taxa Selic, tem pressionado os níveis de investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida pública no país.

1.1 Objetivo geral

Analisar o comportamento da trajetória do investimento, do consumo, da taxa de câmbio e do custo da dívida pública no Brasil entre os anos 1999 e 2014, em relação à Taxa Selic, corroborando ou refutando a teoria econômica.

1.2 Objetivos específicos

- Distinguir os efeitos das variações na taxa de juros sobre o investimento, o consumo, a taxa de câmbio e a dívida pública à luz da literatura econômica.
- Realizar uma revisão histórica da trajetória da economia brasileira, de modo a assinalar os fatores que influenciaram as decisões de política monetária e, portanto, as variações na Taxa Selic entre os anos 1999 e 2014.
- Obter, por meio de bases de dados pertinentes e dos relatórios e boletins do Banco Central do Brasil, informações que permitam identificar as alterações nas trajetórias do consumo, investimento, taxa de câmbio e dívida pública em comparação com a trajetória da Taxa Selic durante o período de análise do trabalho.

1.3 Estrutura da monografia

Este trabalho contém cinco capítulos incluindo a introdução. No segundo capítulo é realizada uma revisão bibliográfica, apresentando o conceito de política monetária, os seus objetivos e instrumentos e a forma como os seus mecanismos de transmissão fazem com que a taxa de juros de curto prazo afete o investimento, o consumo, a taxa de câmbio e a dívida pública. No terceiro há uma revisão histórica, onde são apresentadas as trajetórias da economia, da política monetária e da Taxa Selic durante os governos de Fernando Henrique Cardoso, Luiz Inácio Lula da Silva e Dilma V. Rousseff. No capítulo seguinte, a partir de dados, são expostos os rumos dos níveis de investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida

pública no Brasil entre os anos 1999 e 2014. As análises conclusivas deste estudo, em linha com o objetivo apresentado, serão expostas no capítulo cinco.

2 CARACTERIZAÇÃO GERAL DA POLÍTICA MONETÁRIA E DO FUNCIONAMENTO DOS SEUS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO

Política monetária é um instrumento de política econômica² utilizado pelo governo para controlar o volume de liquidez³ da economia, visando defender o poder de compra da moeda (HERBELHA, 2012).

Ao tratar das metas da política monetária, Costa (1999) e Martins (2007) elucidam que, de acordo com o estatuto da maioria Bancos Centrais do mundo, a estabilidade de preços é o objetivo final a ser alcançado com a política monetária.

Por outro lado, Montes (2009) e Carvalho et al.(2007) afirmam que, na realidade, além da estabilidade de preços, os Bancos Centrais também têm o hábito de conduzir a política monetária no sentido de perseguir os objetivos de expandir o nível de atividade econômica, reduzir a taxa de desemprego e manter a estabilidade do sistema financeiro.

Lopes e Rossetti (1998) defendem a mesma ideia e acrescentam ainda a finalidade de controlar as transações econômicas com o exterior (equilibrando o balanço de pagamentos) e a busca por atingir inclusive a promoção da equidade na distribuição de renda.

De acordo com Fraga e Goldfajn (2012), a meta final da política monetária deve ser, de fato, a manutenção da estabilidade de preços, pois o crescimento do produto seria apenas uma consequência do alcance desta meta, que passaria mais confiança acerca do estado da economia ao mercado.

[...] o Banco Central possui apenas um instrumento, a política monetária, e, portanto, deve ter como meta apenas um objetivo. É consenso hoje no mundo que este objetivo deve ser o da estabilidade de preços. A política monetária é incapaz de gerar um crescimento do produto acima da produtividade da economia no longo prazo. A evidência empírica indica que o uso mais eficaz da política monetária é o de garantir a estabilidade de preços, que, essa sim, pode gerar maiores taxas de crescimento do produto ao reduzir incertezas e distorções, alongar os horizontes de decisão, e permitir aumento de investimentos e ganhos de produtividade (*ibidem*, p. 117).

A decisão da prioridade da política monetária também é afetada pelo conhecimento da Curva de Phillips. Esta curva constata que há uma relação inversa entre as taxas de inflação e os níveis de emprego, ou seja, menor inflação implica maior desemprego e uma queda no desemprego gera maior inflação. Portanto, ela implica um *trade-off* (dilema) na decisão entre

²Política econômica é o conjunto de ações governamentais planejadas e executadas no intuito de atingir determinados objetivos no campo da economia (HERBELHA, 2012).

³Por volume de liquidez da economia pode-se ler: quantidade de dinheiro em circulação, à disposição dos agentes econômicos.

os objetivos de controle da inflação ou de redução do desemprego (LEITE e ALMEIDA, 2012).

Partindo destes argumentos, percebe-se que, conforme Carvalho et al. (2007) e Martins (2007) defendem, a definição dos objetivos finais a serem perseguidos pela política monetária é um tema bastante controverso e envolve grandes discussões acerca de sua capacidade de, no longo prazo, afetar ou não as variáveis reais da economia, como consumo, investimento, estoque de capital, produto (PIB) e emprego; ou ela seria passível apenas de atingir variáveis nominais, como estoque de moeda (quantidade de dinheiro em circulação na economia), nível de preços e inflação.

Em linhas gerais, estas diferentes visões acerca do alcance da política podem ser divididas e classificadas em dois grandes grupos de teorias monetárias: keynesianas e monetaristas.

As teorias keynesianas são herdeiras do pensamento de John Maynard Keynes⁴ e acreditam na capacidade de a política monetária afetar variáveis reais da economia. Já as teorias monetaristas partem de ideia de que existe uma relação inversa apenas entre oferta de moeda e nível de preços, logo a política monetária não é capaz de afetar as variáveis reais de modo duradouro (BASTIAN, 2010).

Para o Banco Central do Brasil, conforme apresentado no Relatório de Inflação de junho de 1999⁵, a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazo. No longo prazo a moeda é neutra e só afeta o nível de preços da economia.

Apesar das controvérsias mencionadas, independente de quais sejam os seus objetivos finais, a política monetária é executada apenas por meio das variáveis que o Banco Central pode controlar diretamente, denominados como instrumentos de política monetária.

2.1 Instrumentos de política monetária

De acordo com Assaf Neto (2012), os três instrumentos clássicos de controle monetário são: recolhimento compulsório, redesconto bancário e empréstimos de liquidez, e operações de mercado aberto. Eles são definidos da seguinte forma:

⁴John Maynard Keynes foi um economista britânico e apresenta esta ideia no livro "Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda" que, publicado em 1936, foi uma das mais importantes obras da literatura econômica.

⁵Informações das páginas 89 a 91 do "Relatório de Inflação" publicado em junho de 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/06/ri199906b4p.pdf>>. Acesso em: 09 abr. 2015.

- **Recolhimento compulsório** – Percentual incidente sobre os depósitos captados pelos bancos que deve ser mantido à disposição do Banco Central sob a forma de reservas bancárias⁶.
 - Se a taxa de recolhimento compulsório for ampliada, maior parte do dinheiro da economia ficará em poder do Banco Central, logo, os bancos comerciais terão menos dinheiro à sua disposição. Isto causará dois efeitos: (i) menor será o volume de dinheiro em circulação na economia; (ii) dispendo de menos recursos, os bancos aumentam as taxas de juros cobradas nos empréstimos concedidos ao público, no intuito controlar a demanda por crédito.
 - De maneira análoga, se a taxa de recolhimento compulsório for reduzida, haverá uma liberação de recursos para a economia, elevando a oferta de moeda e, conseqüentemente, reduzindo a taxa de juros cobrada pelos bancos nos empréstimos.
- **Redesconto bancário e empréstimos de liquidez** – Os empréstimos de assistência à liquidez são empréstimos que o Banco Central concede às demais instituições financeiras no intuito de atender as suas eventuais necessidades de reservas. A taxa de juros cobrada nesses empréstimos é a taxa de redesconto. A definição desta taxa, por parte das autoridades monetárias, afeta o nível de liquidez da economia e as taxas de juros cobradas pelos bancos.
 - Quando a taxa de redesconto se encontra em nível inferior às que as instituições financeiras adotam no mercado, mais elas recorrerão à assistência de liquidez, pois podem auferir lucros com a diferença entre a taxa de juros cobrada dos depositantes e a que deve ser paga ao Banco Central. Portanto, quando a taxa de redesconto é reduzida, como as instituições financeiras podem captar recursos a juros menores, a taxa de juros cobrada pelos bancos cai, a oferta do crédito é aumentada e mais dinheiro estará à disposição dos agentes econômicos.
 - Seguindo a mesma lógica, ao se elevar a taxa de redesconto, há incentivo para aumento da taxa de juros no mercado, a oferta de crédito é reduzida e a economia terá menos dinheiro em circulação.

⁶Diz-se que os recolhimentos compulsórios são depositados sob a forma de reservas bancárias porque eles são mantidos nas chamadas “conta reservas” que cada banco mantém junto ao Banco Central.

- **Operações de mercado aberto (*open market*)** – São um instrumento ágil de política monetária e consistem na compra e venda de títulos públicos por parte do Banco Central, afetando diretamente a quantidade de dinheiro à disposição na economia.
 - Se a compra de títulos é maior que a venda, o nível de liquidez da economia aumenta.
 - Por outro lado, se o nível de vendas é maior que o de compras de títulos, a quantidade de moeda em circulação é reduzida.

Dependendo da forma como estes instrumentos agem sobre as reservas monetárias, sob as definições de Escóssia (2009), a política monetária pode ser classificada em:

- **Expansionista** – formada por medidas que tendem a ampliar a quantidade de moeda em circulação e a baratear os empréstimos (reduzir as taxas de juros), aquecendo a demanda agregada e incentivando o crescimento econômico.
- **Contracionista** – abrange medidas que tendem a reduzir a quantidade de moeda em circulação e a encarecer os empréstimos (aumentar a taxa de juros), desaquecendo a demanda e impedindo o aumento generalizado do nível preços.

A ação dos instrumentos mencionados, seja no intuito de contrair ou elevar a liquidez na economia, devem ocorrer em função de alcançar as metas operacionais da política monetária.

2.2 Definição das metas operacionais

As metas operacionais são determinadas pela autoridade monetária. De acordo com Costa (1999), elas podem ser metas definidas para a taxa básica de juros ou para o controle das reservas bancárias.

É importante destacar que a taxa de juros de curto prazo e o nível de reservas bancárias não podem ser controlados simultaneamente.

Se a autoridade monetária almeja alcançar uma determinada meta para a taxa de juros, deve-se abrir mão do controle do nível de reservas, pois ela funcionará como variável de ajuste. Caso a taxa básica de juros da economia esteja acima da meta, por exemplo, isto significa que a demanda por moeda é maior que sua oferta e irá requerer que o Banco Central

aumente o nível de moeda em circulação, de modo que a taxa de juros convirja para o escopo desejado.

Por outro lado, se objetivo for alcançar um determinado nível de reservas monetárias, a taxa de juros não pode ser controlada, pois ela deve variar de modo a permitir o alcance do nível consistente de reservas. Logo, quando o Banco central está comprometido com uma meta para oferta de moeda, caso a demanda exceda esta meta, a taxa de juros deve ser aumentada de modo a tornar a demanda equivalente ao nível de oferta permitido pela meta.

Apresentando estas condições, Carvalho et al. (2007) afirma que a política monetária pode ser classificada em:

- **Passiva** – a autoridade monetária controla a quantidade de moeda e a taxa de juros funciona como variável de ajuste.
- **Ativa** – é determinada a meta para a taxa de juros e o nível da oferta de moeda se torna endogenamente determinado.

De modo a tornar mais clara a sinalização do rumo da política monetária, os Bancos Centrais também utilizam o anúncio de metas para a taxa básica de juros (VASCONCELOS, 2009).

Segundo Leite e Almeida (2012), o principal mecanismo de controle inflacionário utilizado pelas autoridades monetárias no Brasil é a taxa de juros. Portanto, pode-se inferir que a política monetária no Brasil é classificada como ativa.

De acordo com as informações apresentadas na página do Banco Central do Brasil⁷, para o anúncio das metas para a taxa de juros no Brasil, em 1996, durante o Governo Fernando Henrique Cardoso, foi introduzido o Comitê de Política Monetária (COPOM).

Nas repostas do Banco Central do Brasil (BCB) às perguntas mais frequentes sobre o Regime de Metas de Inflação⁸, é exposto que cabe ao Copom a função de estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a meta para a taxa de juros, e ao Bacen o papel de realizar operações que convirjam as reservas monetárias para um nível compatível com a taxa de juros almejada.

⁷Informação disponível em: <www.bcb.gov.br/COPOMHIST/?>. Acesso em: 10 abr. 2015.

⁸Informação apresentada pelo BCB sobre o Regime de Metas para Inflação em publicação da série “Perguntas Mais Frequentes”. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2010-Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil.pdf>>. Acesso em: 10 abr. 2015

No período de 01 de julho de 1996 a 04 de março de 1999 utilizava-se o sistema de bandas para a taxa de juros, onde as taxas de juros referenciais para a economia eram as taxas utilizadas nos empréstimos de liquidez do Banco Central e o Copom fixava e anunciava a TBC⁹ (Taxa Básica do Banco Central), como piso para a taxa de juros, e a TBAN¹⁰ (Taxa de Assistência do Banco Central), como teto. Com a extinção deste sistema, em 05 de março de 1999, passou a ser fixada a meta de uma única taxa para sinalizar os juros de toda a economia: a taxa referencial Selic¹¹ (SALVALÁGIO, 2006; DORIA e FEUSTEL, 1999).

Apesar de introduzido em período anterior, Leite e Almeida (2012) afirmam que a utilização do mecanismo de sinalização da taxa de juros se tornou mais significativo com a adoção do Regime de Metas de Inflação, já no segundo mandato de Fernando Henrique, em junho de 1999.

Os instrumentos da política monetária atingem de forma direta as metas operacionais da política monetária, mas isto não é o suficiente para canalizar a economia diretamente para a meta final da política. Variações na taxa de juros ou nos preços das reservas bancárias não afetam por si só os agregados econômicos, pois estes instrumentos atingem os bancos de forma direta, mas precisam de outros canais para chegar às decisões dos consumidores e investidores. A eficiência da política monetária depende da forma pela qual a taxa de juros de curto prazo é relevante para as decisões por parte das famílias e das empresas. Os mecanismos de transmissão da política monetária abordam esta análise (CARVALHO et al.,2007).

2.3 O funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária

Definindo o que são os mecanismos de transmissão da política monetária, no relatório de respostas às perguntas mais frequentes sobre o Regime de Metas para Inflação¹², o Banco Central do Brasil apresenta que eles são canais através dos quais mudanças na taxa de juros básica (o principal instrumento da política monetária) afetam o comportamento de outras variáveis econômicas, principalmente preços e produto.

⁹A TBC sinalizava o patamar mínimo para a taxa de juros. Ela correspondia à taxa cobrada nos empréstimos de Redesconto concedidos às instituições financeiras, desde que os valores destes empréstimos estivessem dentro do valor-base.

¹⁰A TBAN sinalizava o valor máximo para a taxa de juros. Ela estabelecia os limites de custo dos recursos concedidos aos bancos no sistema de Redesconto, servindo como parâmetro de juros sempre que fossem sacados no Redesconto valores acima do valor-base.

¹¹A taxa SELIC é a atual taxa de juros básica nacional e, de acordo com a definição dada pelo Banco Central do Brasil, é a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) para títulos federais, criado em 1979. Em outras palavras, ela representa a taxa pela qual o Bacen compra e vende títulos públicos federais ao fazer sua política monetária.

¹²Idem à nota de rodapé n.8.

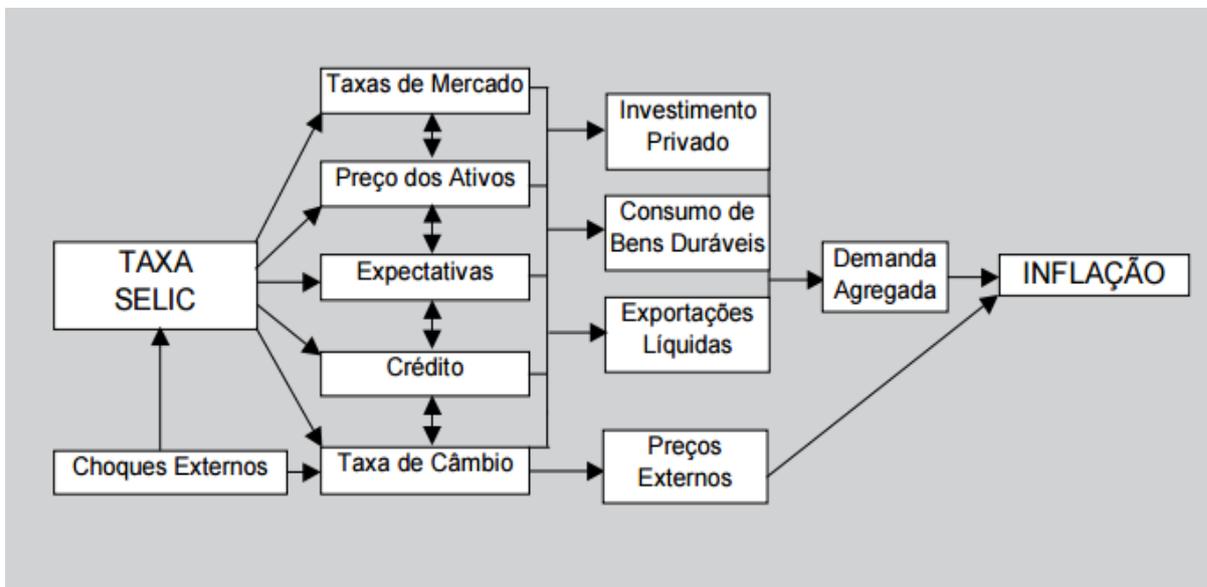
De forma sucinta, Barboza (2015) alega que o atributo dos mecanismos de transmissão da política monetária é serem elos que conectam instrumento e objetivo da política monetária. Ou, segundo as palavras de Galle (2012), estes mecanismos funcionam como canais que conduzem o choque da política monetária para a atividade econômica.

Para Mishkin (1995), a política monetária é uma ferramenta poderosa, mas que, por vezes, tem consequências inesperadas ou indesejadas. Portanto, as autoridades monetárias devem ter uma avaliação precisa do efeito de suas políticas na economia. Para isso é fundamental a compreensão dos mecanismos pelos quais a política monetária afeta a economia.

Segundo este autor, os principais canais de transmissão da política monetária são quatro: (i) canal do crédito; (ii) canal do valor de ativos; (iii) canal do câmbio; (iv) canal das taxas de juros.

O Banco Central do Brasil, no Relatório de Inflação de junho de 1999¹³, além desses, identifica ainda o canal das expectativas. Sua visão acerca da conexão entre os mencionados mecanismos transmissão e o controle inflacionário é apresentada esquematicamente na Figura 2.1.

Figura 2.1 - Mecanismos de transmissão da política monetária



Fonte: Banco Central do Brasil (1999)

¹³Idem à nota de rodapé n.5.

Sobre este diagrama, convém observar que as variações na taxa de juros primeiramente atingem fatores que influenciam a demanda agregada, para só em seguida surtir efeitos sobre o nível de preços (inflação).

Este trabalho se fundamentará na relação existente entre a Taxa Selic e os níveis de investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida pública no Brasil. Por isso, em seguida serão apresentadas as formas como, através dos canais de transmissão da política monetária, as alterações na taxa de juros, em função das decisões do Banco Central, reflete no comportamento das referidas variáveis.

2.3.1 Política monetária e sua relação com o investimento

A relação entre a taxa de juros e o nível de investimento pode ser explicada pelas óticas dos seguintes mecanismos de transmissão da política monetária: o canal do valor dos ativos, o canal do crédito ou o canal das expectativas.

A explicação para a relação entre a taxa de juros e os investimentos a partir da ótica do canal dos ativos deriva da teoria keynesina. De acordo com Gontijo (2007), esta corrente de pensamento defende que as decisões de investimento são efetivadas quando a taxa de retorno esperada (que constitui a Eficiência Marginal do Capital) é superior ao custo de oportunidade do capital (que é dado pelo nível da taxa de juros)¹⁴. Assim sendo, a compra em bens de capital deve ocorrer enquanto a Eficiência Marginal do Capital for superior à taxa de juros, ou seja, até o ponto em que não haja nenhum tipo de ativos que ofereçam retornos superiores aos lucros auferidos por este investimento.

De forma mais clara, de acordo com a abordagem keynesiana, pode-se compreender que as decisões de investimento são comandadas pela atratividade entre a expectativa para os lucros dos bens de capital e para os retornos dos ativos financeiros. Pois, mantida constante a taxa de lucros esperada sobre investimentos em capital, um aumento na taxa de juros paga pelos ativos financeiros fará com que os investidores prefiram reter títulos financeiros ao invés de investir em capital real (CARVALHO et al., 2007).

¹⁴Custo de oportunidade é um conceito econômico que expressa o custo da melhor oportunidade perdida diante de uma decisão. Ou, em outras palavras, ele representa o valor da melhor alternativa para a alocação de um recurso. Para o caso aqui tratado, o custo de oportunidade do capital representa os retornos dos quais o investidor deve abrir mão ao destinar o capital financeiro para o investimento em bens de capital ou para a aplicação no mercado financeiro.

Também abordando o canal do valor dos ativos, Mendonça (2001) expõe que a relação entre a taxa de juros e as decisões de investimento pode ser explicada pela teoria de investimento do q de Tobin¹⁵.

O q de Tobin é dado pelo seguinte quociente:

$$q = \frac{\text{Valor de mercado das ações de uma firma}}{\text{Custo contábil do capital da firma}}$$

Esta razão representa o desembolso teórico necessário para adquirir novamente os bens operacionais (bens de capital) da empresa (ROCHA, 2012).

De acordo com Machado e Montes (2014) e Carvalho et al. (2007), o q de Tobin constitui um bom mecanismo para avaliação do retorno de um novo investimento, onde um q maior que 1 indica que o valor real da empresa (avaliado pelo preço de suas ações) é maior que o custo de seu capital, logo, a aquisição de capital é recompensadora se comparada ao valor de mercado da firma, pois gera um excedente sobre seu próprio valor. Dessa forma, as firmas são induzidas a investir porque têm expectativas de lucro e porque a emissão de ações para financiar estes investimentos se torna mais barata.

Analogamente, pode-se admitir que um q menor que 1 desestimularia as firmas a investirem em capital, pois o valor de mercado da empresa estaria abaixo do custo de seu capital, portanto, não haveria a expectativa de que o capital investido geraria excedente sobre o seu valor.

Sob os efeitos de uma política monetária contracionista, a conexão entre a política monetária e o preço das ações sucederia da seguinte forma: um aumento na taxa básica de juros torna os títulos públicos mais atrativos em relação às ações, o que faz com que a demanda por estas diminua. Isto geraria queda no preço das ações e, portanto, no valor do q de Tobin, impactando negativamente as decisões de investimento e, conseqüentemente, o crescimento do produto (MACHADO e MONTES, 2014).

Ao considerar a economia brasileira, Carvalho et al. (2007) e Mendonça (2001) afirmam que o canal do preço dos ativos possui pouca relevância prática, pois a participação no mercado acionário não é tão comum no Brasil. O primeiro autor afirma que isto é consequência da incerteza causada pela memória de longos períodos de instabilidade macroeconômica no país.

¹⁵O coeficiente recebe esta denominação por ter sido desenvolvido pelo economista estadunidense James Tobin. De acordo com Carvalho et al. (2007), suas teorias monetárias fazem parte da corrente keynesiana.

Para economias que não possuem o mercado de ativos financeiros bem desenvolvido, como no caso do Brasil, Carvalho et al.(2007) alega a política monetária afeta a economia por meio de canais alternativos, como o canal do crédito.

Em uma política contracionista, este canal funciona da seguinte maneira: um aumento na taxa de juros básica se propaga por todas as taxas da economia (através do canal de transmissão da taxa de juros), tal fato faz com que inclusive os bancos comerciais aumentem as taxas cobradas pelos empréstimos concedidos ao público, o que eleva os custos do financiamento, afetando a demanda por bens de capital e, por conseguinte, reduzindo o nível de investimentos (BARBOZA, 2015).

O Banco Central do Brasil, no Relatório de Inflação de junho de 2009¹⁶, afirma que estes empréstimos são importantes para as pequenas empresas, por não terem acesso direto ao mercado de capitais. Mas, em decorrência do elevado grau de incerteza da economia no passado, das elevadas alíquotas dos depósitos compulsórios e dos impostos incidentes sobre a intermediação financeira, este canal de transmissão da política monetária tem sido prejudicado.

Sobre o canal das expectativas, Mendonça (2001) salienta que, embora a literatura sobre os mecanismos de transmissão monetária não o considere como um dos mais importantes, o Bacenfaz uso da política monetária assumindo que este canal é fundamental no caso brasileiro.

Conforme é explicado no Relatório de Inflação de junho de 1999¹⁷, publicado pelo Banco Central do Brasil, este mecanismo funciona porque, ao alterar a taxa de juros, a sua ação pode alterar as expectativas dos agentes em relação à evolução da economia. Portanto, elevando a taxa de juros básica para conter a inflação, o Banco Central pode restituir a confiança sobre o futuro da economia e provocar uma queda nas taxas esperadas para prazos mais longos. A queda na taxa de juros após a recessão significa que a economia está se restabelecendo, fator que estimula o investimento.

Seguindo o mesmo sentido aqui apresentado para o investimento, a resposta do nível de consumo a uma política monetária também é explicada pelos canais dos ativos, do crédito e das expectativas.

¹⁶Idem à nota de rodapé n.5.

¹⁷Idem à nota de rodapé n.5.

2.3.2 A política monetária e sua relação com o consumo dos agentes econômicos

Quando se leva em consideração o consumo, um canal alternativo para a transmissão do preço das ações ocorre através do efeito-riqueza. Esse canal se baseia na Teoria do Ciclo de Vida de Modigliani¹⁸. De acordo com esta teoria, a renda varia ao longo da vida das pessoas e o acúmulo prévio de riqueza (onde a quantidade de ações é o principal componente da riqueza financeira) exerce papel essencial para financiar um padrão de consumo estável. Nessa condição, quando a autoridade monetária eleva a taxa de juros, o preço das ações cai, o valor da riqueza financeira dos agentes diminui e, portanto, o consumo decresce (FONSECA, 2008).

Conforme já ressaltado ao tratar da relação entre o preço dos ativos e o nível de investimentos, no Brasil, a população não possui o hábito de investir no mercado acionário, portanto, este canal não é capaz de gerar efeito expressivo na economia do país. Tendo conhecimento disto, ao invés de considerar a influência do preço das ações e dos retornos do investimento em ativos financeiros sobre os gastos dos consumidores, pode-se levar em conta o retorno das aplicações em poupança, que, conforme exposto na página da Caixa Econômica Federal¹⁹, é um dos investimentos mais populares no Brasil, por contar com simplicidade e baixo risco.

Freitas (2011) esclarece que, levando em consideração os rendimentos da aplicação em poupança, os indivíduos, em suas decisões, ponderam o consumo presente em relação ao consumo futuro. Logo, diante de uma política monetária contracionista, o nível de consumo reduz porque uma alta na taxa de juros faz com que os agentes decidam abrir mão de consumir no período atual, aplicando-os na poupança, em prol de utilizar os recursos poupados e acrescidos de juros para consumir mais no futuro.

Outra forma de a política monetária afetar o consumo é por meio do canal do crédito. Isto é possível porque, segundo Carvalho et al. (2007), a demanda agregada por bens de consumo durável é uma variável dependente do crédito. Por isso, assim como uma política contracionista afeta a taxa de juros, restringe os empréstimos e afeta negativamente os investimentos das empresas, ela também deprime o consumo das famílias.

¹⁸Teoria de autoria de Franco Modigliani, economista que, nascido na Itália em 1928 e naturalizado norte-americano em 1946, recebeu o Prêmio Nobel de Economia em 1985.

¹⁹Informação disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/voce/poupanca-e-investimentos/perguntas-frequentes/Paginas/default.aspx>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

Da mesma forma, a primícias do canal das expectativas sobre os investimentos, também são válidas para o consumo. Pois, como exposto em relatório do Banco Central do Brasil²⁰, diante de uma posição econômica nacional segura, os consumidores tendem a aumentar o nível de consumo.

Além de afetar o mercado interno através dos efeitos relatados sobre consumo e investimento, as decisões de política monetária também atingem as relações econômicas do país com o exterior por meio da afinidade existente entre a taxa de juros e a taxa de câmbio.

2.3.3 O impacto da política monetária sobre a taxa câmbio

O canal da taxa de câmbio se mostra especialmente importante em economias mais abertas, com taxa de câmbio flutuante e livre movimentação de capitais (BARBOZA, 2015).

Sob a ótica deste canal, numa política contracionista, um aumento na taxa de juros doméstica faz com que os ativos financeiros domésticos se tornem mais atrativos que os ativos financeiros externos, induzindo os investidores de outros países a virem aproveitar as oportunidades geradas pela alta dos juros. Isto provoca um aumento na demanda por moeda doméstica, uma vez que os investidores estrangeiros terão que comprá-la para investir nos ativos, causando uma valorização da moeda local em relação a outras moedas do mundo (CARVALHO et al., 2007).

De acordo com as informações publicadas pelo Banco Central do Brasil no Relatório de Inflação de junho de 1999²¹, esta valorização da taxa de câmbio transmitiria efeitos sobre o nível de preços nacionais por três maneiras distintas:

- 1. Mediante os bens comercializados no mercado internacional** – com a taxa de câmbio valorizada, os bens produzidos internamente estariam mais caros quando convertidos a preços em outras moedas. Logo, para competir no mercado internacional, os produtores nacionais devem abater os preços de suas mercadorias.
- 2. Por meio de bens produzidos internamente que utilizam matérias-primas importadas** – a valorização da moeda nacional baratearia o preço das matérias-primas importadas, diminuindo o custo de produção destes bens e, portanto, gerando uma queda em seus preços de mercado.

²⁰Aqui, refere-se ao Relatório de Inflação de junho de 1999. O link de acesso encontra-se disponível na nota de rodapé n.5.

²¹Idem à nota de rodapé n.5.

- 3. Através da demanda agregada** – ao valorizar-se, a taxa de câmbio torna os produtos importados mais baratos, deslocando a demanda de produtos domésticos por similares importados, reduzindo a demanda agregada e a pressão sobre o nível de preços.

Noronha (2007) defende que este primeiro efeito é o resultado direto da valorização da taxa de câmbio, já os dois últimos são resultados indiretos e suas implicações sobre a inflação dependem do grau de abertura comercial da nação.

Este resultado inicial, de encarecimento das mercadorias do país no mercado internacional, reflete a observação feita por Freitas (2011) de que a taxa de câmbio apreciada reduziria a competitividade da indústria nacional, prejudicando as exportações. Tal consequência, somada ao terceiro efeito (o aumento das importações), ocasiona um arrefecimento nas exportações líquidas e, por conseguinte, no balanço de pagamentos do país.

Ao abordar o período imediatamente após a implantação do Plano Real, Lopes (1997) evidencia que o canal da taxa de câmbio se tornou o mecanismo chave de transmissão da política monetária na experiência brasileira durante o momento retratado.

Carvalho et al. (2007) explicita três motivos para tal fato: (i) a abertura econômica durante o governo de Fernando Henrique Cardoso, somada à manutenção de altas taxas de juros funcionaram como atrativos de capitais estrangeiros para o país; (ii) a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, como resultado do colapso do regime anterior, de câmbio semifixo, deu condições para a valorização do Real e o consequente barateamento das importações; (iii) as regras de indexação dos contratos, especialmente nos setores privatizados no governo FHC, tornaram o preço de vários serviços públicos sensíveis a variações de outras moedas (principalmente o dólar americano).

Na economia brasileira, dada a representatividade da emissão de títulos de dívida do governo indexados à taxa básica de juros, a dívida pública se torna tão significativa quanto a taxa de câmbio em sua atuação como mecanismo de transmissão da política monetária.

2.3.4 Os efeitos da política monetária sobre a dívida pública²²

O maior devedor da economia brasileira é o Estado. Como ele não consegue financiar suas despesas apenas com os impostos arrecadados, precisa recorrer ao lançamento de títulos pelo Tesouro. Ou seja, o Governo se endivida para pagar as dívidas antigas (ROQUE, 2009).

²²Aqui, o objetivo é concentrar-se na dívida pública mobiliária interna, pois esta é a diretamente afetada pelas variações na taxa básica de juros do país.

A dívida resultante destes títulos emitidos no mercado doméstico, conforme exposto no glossário do Tesouro Nacional²³, constitui a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi).

As Letras do Tesouro Nacional (LTN), as Letras Financeiras do Tesouro (LTF) e as Notas do Tesouro Nacional (NTN) são os principais títulos negociados pelo Tesouro Nacional para cobrir os déficits orçamentários e correspondem a mais de 90% da Dívida Pública Federal (TAVARES e TAVARES, 2009). Deste modo, percebe-se que a dívida mobiliária interna constitui a maior parte da dívida pública.

De acordo com Pires e Andrade (2009), os títulos emitidos no Brasil são, em grande parte, pós-fixados de curto prazo²⁴. E, segundo Leite (2005), eles normalmente possuem como indexador base a taxa básica de juros²⁵ do país.

É nesta relação de indexação entre os títulos e a taxa de juros de curto prazo que residem os efeitos das decisões de política monetária sobre o orçamento público. Considerando um aumento da taxa de juros, Costas (2015) mostra que a remuneração que o governo deve pagar sobre os títulos se eleva, o que significa elevação da dívida pública em função da despesa com juros.

Caso as receitas advindas dos impostos não sejam suficientes para o pagamento das despesas provenientes dos gastos do governo e do custo dos juros da dívida pública, o resultado líquido das contas públicas será um déficit nominal²⁶, significando maior necessidade de financiamento do setor público que pode ser coberta com a emissão de novos títulos. Com esta prática, a economia entra num círculo vicioso para financiar o déficit público crescente: títulos promovem juros maiores, que são amortizados por novas emissões de títulos (ASSAF NETO, 2012).

Torna-se então compreensível que uma política monetária contracionista, na qual se recorre a um aumento expressivo na taxa de juros, pode ser um obstáculo para o alcance do equilíbrio fiscal. Uma política monetária de redução da taxa de juros seria mais eficiente do

²³Disponível em: http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_d.asp. Acesso em: 21 abr. 2015

²⁴Os títulos de dívida pública emitidos no Brasil são de curto prazo porque os investidores não se arriscariam a manter contratos de longo prazo devido às incertezas geradas pelas memórias das décadas de instabilidade econômica (com inflação elevada e persistente, desequilíbrios fiscais, vulnerabilidade externa e instabilidade política) precedente ao Plano Real em 1994 (CARVALHO et al., 2007).

²⁵Utiliza-se a taxa SELIC como indexador.

²⁶Aqui, cabe esclarecer a distinção entre dois tipos de déficit: o déficit primário representa todas as despesas do governo, exceto os pagamentos de juros; e o déficit operacional compreende todos os gastos do governo, incluindo os juros reais pagos sobre a dívida pública, menos a receita (OMAR, 2008).

que o controle dos gastos governamentais para a manutenção da dívida pública em um nível sustentado (LEITE, 2005).

Além de dificultar a estabilização das contas públicas, variações para cima no nível de juros também afetam o desenvolvimento do país. Pois, conforme observa Freitas (2011), ao fazer com que mais recursos públicos sejam destinados ao pagamento da dívida pública, a capacidade financeira do governo para o cumprimento dos programas sociais e para o financiamento de projetos de investimento fica comprometida.

Para compreender o desempenho das variáveis aqui abordadas (investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida pública) e observar seus respectivos comportamentos em relação às variações na taxa de juros, é necessário o conhecimento da condução da política monetária. Portanto, o capítulo seguinte abordará as características das políticas econômicas e os fatores que influenciaram as decisões para as metas da taxa básica de juros no Brasil durante o período de análise compreendido neste trabalho.

3 A TRAJETÓRIA DA ECONOMIA, DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS E DA TAXA SELIC: DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO AO GOVERNO DILMA V. ROUSSEFF

O Governo de Fernando Henrique Cardoso marca o histórico das políticas econômicas no Brasil, por envolver importantes transformações. O primeiro mandato, iniciado em 1995, é assinalado pela conquista da estabilidade, revertendo um longo período de alta inflação, através da implementação do Plano Real. O segundo mandato, iniciado em 1999, ponto de partida para o período de análise deste trabalho, se distingue pela adoção do Regime de Metas de Inflação como balizador na condução da política monetária.

Para compreender as alterações ocorridas em 1999, é necessário o conhecimento do contexto econômico que as precederam. Portanto, este capítulo principiará com uma breve apresentação do estado da economia brasileira durante a década de 1980 e uma exposição íntegra de como o Plano Real interferiu nesta circunstância. Em seguida, serão exibidos os cenários políticos e econômicos do período de análise deste estudo, abrangendo o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002), todo o Governo de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010) e o primeiro mandato de Dilma V. Rousseff (2011-2014).

Além desta revisão histórica, aqui também serão apresentados o desempenho do nível de preços sob o Regime de Metas de Inflação, avaliando se os objetivos da política monetária têm sido alcançados com este regime, e um exame do histórico das metas definidas pelo Copom para a Taxa Selic, que contribuirá para a compreensão da trajetória da política monetária no período e para a análise dos indicadores econômicos no capítulo seguinte.

3.1 O comportamento da economia e das decisões de Política Econômica no Brasil: uma revisão histórica da década de 1980 ao ano de 2014

No Brasil, a década de 80 foi assinalada pela ascensão inflacionária e ficou conhecida como a “década perdida”. Marcada por graves desequilíbrios internos e externos, nessa década, a economia do país passou por uma grave recessão, com queda nos investimentos, baixas taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), estagnação da renda *per capita*, elevado déficit público e aumento das dívidas interna e externa (ROSSI e GUEDES FILHO, 2007).

Segundo Oliveira e Turolla (2003), devido à dimensão que a crise tomou, a expansão no nível de preços do período poderia ser classificada como superinflação. Em função disto,

conforme Gremaud et al. (2011) e Rossi e Guedes Filho (2007) ressaltam, durante meados da década de 1980 e início da década de 1990, a condução da política monetária do Brasil se distinguiu por ter o combate inflacionário como meta principal, portanto, foi marcada por uma sucessão de planos estabilizadores que visavam quedas acentuadas das taxas de inflação, sendo estes: Plano Cruzado (I e II), em 1986; Plano Bresser, no ano de 1987; Plano Verão, no período de 1988/1989; e Plano Collor (I e II), entre os anos 1990 e 1991, respectivamente.

O diagnóstico para a inflação era de que ela seria inercial, ou seja, ela ocorria porque os agentes reajustavam os níveis de preços com base na memória do nível de inflação do período anterior, de modo que a inflação do período atual também determinaria a inflação futura através dos mecanismos de indexação²⁷. Logo, o principal choque para este tipo inflacionário seria o congelamento de preços e salários, que era incorporado e aperfeiçoado em cada plano econômico que se sucedia (GREMAUD et al., 2011).

Roque (2012) explica que alguns destes planos envolviam troca de nome da moeda e cortes de zeros das mesmas. Rossi e Guedes Filho (2007) afirmam que também ocorria a prática de alteração das regras de correção monetária.

As sucessões de diferentes planos de estabilização distinguiram este momento por proporcionarem grandes oscilações nas taxas de inflação e do produto real (GREMAUD et al., 2011).

Após mais de uma década com a inflação de preços anual acima de 100% e com o país imergido em uma crise política, econômica e fiscal, segundo Roque (2012), o governo utilizava-se da impressão de moeda para fazer frente às suas despesas. Como resultado de tal prática, em abril de 1990, a má situação da economia do país chegou ao ápice, quando se verifica que a inflação acumulada nos últimos 12 meses daquele ano bateu o recorde histórico e chegou a 6.821%.

3.1.1 A implantação do Plano Real e o controle inflacionário no Primeiro Mandato de Fernando Henrique Cardoso

É neste cenário que Itamar Franco assume a Presidência da República, em 29 de dezembro de 1992, após a renúncia do Presidente Fernando Collor de Mello. Em maio de

²⁷A indexação ocorre quando a variação do índice geral de preços é utilizada para corrigir as principais grandezas econômicas que são: salários, aluguéis, ativos financeiros, taxa de câmbio e contratos diversos. O objetivo da indexação é neutralizar as distorções que a inflação causa na renda dos agentes econômicos. Por outro lado, ela provoca um grave efeito colateral, pois em uma economia amplamente indexada, a inflação costuma ser no mínimo o que ela era no último período (NUNES JR., 1984).

1993, Fernando Henrique Cardoso é nomeado Ministro da Fazenda e se encarrega, junto a uma equipe de economistas²⁸, de apresentar um plano que reduzisse a inflação, que veio a ser o Plano Real (ROQUE, 2012; BAER, 2002).

O sucesso deste plano, ao “sensibilizar” os eleitores que almejavam o fim do processo inflacionário, culminou na eleição de Fernando Henrique Cardoso para presidente da república, já no primeiro turno da eleição de 1994 (FERRARI FILHO, 1995). Assumindo em 1995, de acordo com Giambiagi et al. (2005), ele teve seu primeiro mandato dominado pelo tema da estabilização.

O Plano Real foi o programa que promoveu o combate definitivo à hiperinflação existente sem a utilização do controle de preços e salários e, segundo Guimarães Jr. (2006), é rotulado por diversos analistas como o melhor plano de estabilização concebido no Brasil.

A sua idealização e implementação ocorreu em três etapas: o Programa de Ação Imediata (PAI), a criação da Unidade Real de Valor (URV) e a implantação do Real como nova moeda (GREMAUD et al., 2011; POHLMANN e TRICHES, 2008; GUIMARÃES JR., 2006).

O Programa de Ação Imediata (PAI) foi instituído em 14 de junho de 1993 e preparou a economia para o lançamento do Plano Real através de um ajuste fiscal rigoroso. Nesta primeira etapa, o objetivo foi promover adequações nos gastos e na arrecadação do governo, permitindo o equilíbrio das contas públicas sem o uso da emissão de títulos e moeda ou geração de receitas advindas do processo inflacionário (POHLMANN e TRICHES, 2008). De acordo com Gremaud et al. (2011), este ajuste foi baseado em três elementos: corte de despesas, aumento dos impostos e diminuição nas transferências do governo.

Em 28 de fevereiro de 1994 foi introduzida a Unidade Real de Valor (URV), um indexador padrão de todos os valores da economia, onde a taxa de inflação seria mensurada pela taxa de câmbio ao final do dia, que seria, portanto, a URV do dia seguinte. Desta forma, os preços dos produtos em Cruzeiro Real deveriam ser diariamente divididos pela URV (taxa de câmbio do dia anterior) para encontrar o preço em Real (ROQUE, 2012; GREMAUD et al., 2011).

Esta medida reflete o que Pohlmann e Triches (2008) citam como “a concepção básica do Plano real”, a introdução gradual de uma moeda com paridade fixa em relação ao dólar. De acordo com Roque (2012), a indexação da economia com base na URV facilitaria a transição

²⁸Esta equipe era composta por: Pécio Arida, André Lara Resende, Gustavo Franco, Pedro Malan, Edmar Bacha, Clóvis Carvalho, Winston Fritsch, entre outros (GUIMARÃES, 2014).

do Cruzeiro Real para o Real, impedindo um aumento inesperado no nível de preços no dia anterior ao da admissão do Real como moeda padrão.

Em 1 de julho de 1994, quando todos os preços estavam praticamente expressos em URV, o Plano Real finalmente efetivou-se com o lançamento do Real como novo padrão monetário. A transformação da URV em real se deu na proporção de 1URV ou US\$1,00 para R\$1,00. Como no dia da introdução do Real a URV valia CR\$2.750,00 (o equivalente a US\$1,00), toda a base monetária foi trocada com a paridade de CR\$2.750,00 para cada R\$1,00 (GREMAUD et al., 2011; ROQUE, 2012; POHLMANN e TRICHES, 2008).

De acordo com Gremaud et al. (2011) e Baer (2002), a estabilização gerada pelo Plano Real consistiu numa política monetária restritiva e, conforme também afirma Guimarães Jr. (2006), ela foi apoiada basicamente em duas âncoras fundamentais: a âncora cambial e a âncora monetária.

A âncora cambial foi o mecanismo utilizado pelo governo para manter a paridade entre o Real e o Dólar. Ele utilizou-se do regime de câmbio semifixo, através do estabelecimento de um teto de US\$1,00 = R\$ 1,00, com livre flutuação para baixo. Adotado num contexto no qual a abertura para o exterior teria aumentado, proporcionando a entrada reservas, este regime resultou na valorização da moeda brasileira frente ao dólar, fator que barateou o custo dos bens importados e encareceu as mercadorias brasileiras em relação aos produtos internacionais, reduzindo a pauta de exportações brasileira e incentivando as importações. Deste modo, a estabilidade dos preços domésticos era alcançada porque, com a concorrência dos produtos estrangeiros, os empresários nacionais não podiam aumentar os preços de seus produtos (COSTA, 2014; GUMARÃES JR., 2006; GREMAUD et al., 2011).

Com a valorização do Real e a redução das exportações, o saldo positivo existente na balança comercial há mais de uma década, passa a ser deficitário a partir de 1995. Nesta conjuntura, para cobrir o déficit em transações correntes e fechar o balanço de pagamentos com saldo positivo, era necessária a captação de recursos externos. Para tanto, o governo utilizou-se da ancoragem da taxa de juros (ancoragem monetária), ou seja, introduziu uma política de manutenção dos juros internos elevados. Com as taxas de juros internas mais atrativas que as externas, houve incentivo a um fluxo de entrada de capitais especulativos externos no Brasil, como também foi alcançado o controle da demanda agregada interna (COSTA, 2014; GUMARÃES JR., 2006). De acordo com Costa (2014), tal prática foi o que transformou o Brasil no campeão mundial das altas taxas de juros.

O Plano Real foi exitoso no combate à inflação. As medidas adotadas sustentavam a estabilidade do nível de preços, entretanto, por outro lado, a paridade cambial gerava déficits

na Balança Comercial, que eram financiados com endividamento externo, e a elevação exagerada da taxa de juros levava ao endividamento interno do governo, pois as despesas com juros da dívida pública passaram a exercer pressão sobre as necessidades de financiamento do setor público (GIAMBIAGI et al., 2005). Os crescentes déficits da Balança Comercial eram responsáveis por deteriorar os indicadores de solvência e aumentar a vulnerabilidade externa²⁹ da economia brasileira (GUIMARÃES JR., 2006).

Segundo Baer (2002), durante o período de 1995 a 1998, para ajustar os indicadores de endividamento, as privatizações foram funcionais na política econômica. Pois, de acordo com Giambiagi et al. (2005), elas permitiam que os elevados déficits públicos não pressionassem ainda mais a dívida pública e garantiam financiamento para parte do desequilíbrio da conta corrente.

Em fins de 1998, com a crise da Ásia e a moratória da dívida externa da Rússia, a prática da sobrevalorização do Real passou a se mostrar ainda mais insustentável, em consequência da fuga de capitais³⁰ para o exterior que acontecia a cada crise. Mas, em função do calendário eleitoral, para que Fernando Henrique Cardoso fosse reeleito, a crise não foi colocada em pauta (COSTA, 2014).

A crise cambial marcou o fim do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso. Com isso, a estabilização, principal conquista deste mandato, se encontrava ameaçada (GREMAUD et al., 2011).

Para resguardar o Real, após a reeleição de Fernando Henrique Cardoso, ainda em 1998, o Brasil contou com um empréstimo do Fundo Monetário Internacional (FMI) no valor de US\$40 bilhões, quantia semelhante à fuga de capitais (COSTA, 2014). De acordo com Guimarães Jr. (2006), este crédito visava manter a confiança dos investidores enquanto o governo brasileiro promovia um ajuste fiscal.

3.1.2 O segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso e a introdução do Regime de Metas de Inflação

Mesmo com a ajuda do FMI, em 13 de janeiro de 1999, no início do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, o governo não conseguiu manter a prática de sustentar o Real sobrevalorizado, sendo obrigado a adotar o câmbio flutuante. Com tal medida, o Real

²⁹Vulnerabilidade externa denota uma reduzida capacidade de resistência das economias nacionais diante de fatores desestabilizadores ou choques externos (GONÇALVES et al., 1998 apud GUIMARÃES JR., 2006).

³⁰O temor de uma desvalorização do Real estava estimulando a troca de Reais por Dólares antes que acontecesse uma mudança cambial ou a adoção de algum tipo de controle de capitais (GIAMBIAGI et al., 2005).

desvalorizou imediatamente, demonstrando claramente a artificialidade da paridade anterior (COSTA, 2014).

Giambiagi et al. (2005) discorre que, neste panorama, o novo presidente do Banco Central, Armínio Fraga, anunciou duas providências: a elevação da taxa básica de juros; e o início de estudos para a adoção do sistema de metas para a inflação, que há anos vinha sendo empregado em diversos países.

Segundo Gremaud et al. (2011), esta primeira medida foi tomada para evitar que a desvalorização cambial se transformasse em processo inflacionário. A elevada taxa de juros deveria servir para conter a saída de recursos e diminuir o processo especulativo em torno da taxa de câmbio, estabilizando seu valor.

Em relação à segunda medida, de acordo com o relatório do Banco Central sobre o Regime de Metas para a Inflação, da série “Perguntas mais frequentes”³¹, a política monetária do Brasil passou formalmente a ser conduzida por metas para inflação em 21 de junho de 1999, com a edição do Decreto 3.088³².

Sob o Regime de Metas de Inflação (RMI), o Banco Central se compromete a operar em prol de garantir que a inflação efetiva se mantenha dentro do intervalo de tolerância para a meta pré-estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)³³. O instrumento utilizado para controle dos agregados monetários, no sentido de atingir a meta inflacionária, pode ser apenas um, a taxa de juros de curto prazo, devido aos efeitos que ela causa sobre a demanda (COUTO et al., 2010).

No relatório do Banco Central sobre o Regime de Metas para a Inflação³⁴ também é apresentado que a meta para a inflação no Brasil foi definida em função da variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), pois, uma vez que abrange o consumidor com renda entre 1 e 40 salários mínimos, ele permite acompanhar a evolução do poder aquisitivo de boa parte da população.

Deste modo, com o sistema de Metas de Inflação, a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o IPCA passou a balizar as decisões de política monetária do

³¹Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2010-Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil>>. Acesso em: 10 abr. 2015

³²Esta edição no decreto estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e o normativo de como as deliberações devem proceder neste regime.

³³A meta de inflação de cada ano é estabelecida pelo CMN com dois anos de antecedência, sempre no mês de junho.

³⁴Idem à nota de rodapé n.32.

Banco Central, determinadas pelo Copom, ao definir a meta para a Taxa Selic. Logo, quando a taxa de inflação se encontra acima da meta, o Copom deve elevar a taxa de juros. Por outro lado, caso a inflação esteja abaixo da meta, o Copom deve reduzir a Selic (GIAMBIAGI et al., 2005).

Neste contexto, conforme as informações apresentadas pelo Banco Central do Brasil³⁵, com o Regime de Metas, o compromisso do Banco Central deixa de ser em defesa de uma dada taxa de câmbio ou nível de crescimento econômico e passa a ser exclusivamente do nível de preços. Por isso, Gremaud et al. (2011) enfatiza que a adoção deste regime foi significativa para a manutenção da confiança dos indivíduos de que o governo estava comprometido com a estabilização. Para Giambiagi et al. (2005), apesar de ser institucionalmente precário, devido à ausência de autonomia do Banco Central, o sistema de metas de inflação caracterizou um compromisso formal com a estabilidade de preços, por parte das autoridades, inédito na história do país.

Além das mudanças nos regimes cambiais e monetário, o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso foi marcado por alterações na área fiscal. Algumas dessas reformas no âmbito fiscal tiveram início ainda durante o primeiro mandato, mas apenas apresentaram resultados no período posterior. A principal delas, de impacto imediato, foi a introdução do Plano de Estabilidade Fiscal, em outubro de 1998, que passou a estipular metas para o patamar de superávit primário do setor público necessário para estabilizar a razão entre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)³⁶ e o PIB (OLIVEIRA e TUROLLA, 2003).

Para a elevação do resultado primário das contas públicas, o governo recorreu: a medidas que elevassem o nível da arrecadação de impostos; à elaboração da Lei da Responsabilidade Fiscal (LRF), em 2000, lei esta que impunha limites de despesas e critérios de transparência para os gastos com pessoal dos três níveis de governo; à Reforma Previdenciária de 1998, que instituiu o fator previdenciário; e à renegociação das dívidas estaduais e reorganização do sistema de bancos estaduais (GREMAUD et al., 2011; BAER, 2002).

Tendo em vista as alterações ocorridas, Giambiagi et al. (2005) e Oliveira e Turolla (2003) distinguem o segundo mandato de FHC pela tríplice mudança de regime: cambial, monetário e fiscal. Ou, como argumenta Gremaud et al. (2011), o caminho do crescimento

³⁵Aqui também se refere às informações do relatório sobre o Regime de Metas de Inflação, da série “Perguntas mais frequentes”. Seu link de acesso encontra-se disponível na nota de rodapé n. 32.

³⁶A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) equivale ao endividamento líquido do setor público não financeiro e do Banco Central do Brasil junto ao sistema financeiro (público e privado), setor privado não financeiro e resto do mundo.

seria sustentado pelo tripé de consistência macroeconômica: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário.

Até 1998, sempre que o Brasil viveu alguma grande crise, esteve presente pelo menos um dos três seguintes elementos: alta inflação, crise externa e/ou descontrole fiscal. [...] Com as medidas de 1999, o país passou a ter condições de enfrentar cada um desses problemas: se a inflação preocupa, o BC atua através do instrumento da taxa de juros; se há uma crise de BP, o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; e se a dívida pública cresce, há que se “calibrar” o superávit primário (GIAMBIAGI et al., 2005, p.189).

Com a tomada deste conjunto de medidas, a partir de 1999 o Brasil conseguiu se recuperar da crise cambial e um período de relativa estabilidade financeira atravessou o ano 2000. Oliveira e Turolla (2003) afirmam que não houve ruptura na rolagem da dívida pública; a inflação ao consumidor acumulada em doze meses não saiu da casa de um dígito e o PIB não apresentou queda em termos reais no ano. De acordo com Gremaud et al. (2011), neste ano, o crescimento foi impulsionado por elementos de demanda: a taxa de câmbio impulsionou as exportações; as quedas nas taxas de juros estimularam os investimentos; e o consumo acompanhou o crescimento econômico.

Este panorama mudou em 2001, quando o desempenho da economia foi prejudicado por uma combinação de três eventos principais:

1. **A crise Argentina** diminuiu a entrada de capitais no Brasil;
2. **Os atentados terroristas ao *World Trade Center***, em 11 de setembro, abalaram intensamente os mercados mundiais;
3. **A crise energética**, também chamada de “**apagão**”, ocorrida pela baixa intensidade pluviométrica e por falta de investimento na capacidade de produção e transmissão de energia, obrigou o Executivo Federal a propor medidas de racionamento de energia, as quais contribuíram para a redução da atividade econômica e gerou pressões de custos e inflacionárias (GREMAUD et al., 2011; GIAMBIAGI et al., 2005; BAER, 2002; COUTO e ABRUCIO, 2003).

Segundo Oliveira e Turolla (2003), esta sucessão de fatos depreciou fortemente o câmbio e fez retrair os investimentos. Nesse contexto, Giambiagi et al. (2005) afirma que o

risco-país³⁷ voltou a aumentar e isso comprometeu do desempenho da economia no segundo governo de FHC.

Em função da desvalorização cambial, observou-se um efeito ambíguo na economia:

- Por um lado, ela permitiu a elevação do superávit comercial e a melhora do saldo em transações correntes (GREMAUD et al., 2011; GIAMBIAGI et al., 2005);
- Por outro lado, as pressões cambiais geravam pressões inflacionárias, que eram acompanhadas por elevações nas taxas de juros. As taxas de juros elevadas, por vez, afetavam a economia das seguintes formas:
 - Desestimulavam os investimentos, o que afetava o crescimento da economia e, por vez, ampliava o nível de desemprego.
 - Aumentava a dívida pública que, apesar do superávit primário, se elevava em função da sua vinculação à taxa *over*³⁸. Isto aumentava o risco-país, gerando novas pressões cambiais e inflacionárias. Este efeito foi denominado por Gremaud et al. (2011) de dominância fiscal.

Com este quadro, o fim do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso é sintetizado por: desvalorização cambial, altas taxas de juros, baixo crescimento econômico, elevada taxa de desemprego e dívida pública em crescimento (GREMAUD et al., 2011; GIAMBIAGI et al., 2005; FARIA, FIEL e SILVA, 2011). Apesar do compromisso com a estabilidade do nível de preços, o mandato de FHC se encerrou com grande aceleração da inflação.

Faria, Fiel e Silva (2011) discorrem que na situação em que se encontrava o país, percebe-se que existiam grandes desafios para o novo presidente que viesse a ser eleito, no que se refere à estabilização da economia. Por isso, em 2002, segundo Oliveira e Turolla (2003), os efeitos da recessão sobre os investimentos e as incertezas externas foram acrescidos de fatores de insegurança associados à proximidade das eleições. A “crise eleitoral” e a instabilidade do ano de 2002 são explicadas pela desconfiança em relação à postura que tomaria o partido que viria a ser vitorioso nas eleições, o Partido dos Trabalhadores (PT), pois:

³⁷“O risco-país é um reflexo da situação econômica e financeira de um país, refletindo também a estabilidade política e o desempenho histórico no cumprimento de suas obrigações financeiras” (GARCIA; DIDIER, 2003).

³⁸A Taxa Over Selic ou Taxa Overnight é a taxa de juros média das operações de financiamento, lastreada em títulos públicos, realizadas durante o dia no mercado interbancário.

Historicamente, as políticas defendidas pelos seus membros eram: redução do superávit primário, redução das despesas com juros – seja com queda acelerada dos juros, seja com renegociação da dívida -, repulsa ao acordo com o FMI, críticas ao regime de metas de inflação, questionamento da privatização e do papel das agências reguladoras, entre outros aspectos que colocavam em dúvida o compromisso do governo com a estabilidade e geravam dúvidas em relação a preservação dos contratos (GREMAUD et al., 2011, p.491)

Barbosa (2012) alega que a população, desejosa de transformações sociais, mantinha esperança. Por outro lado, o empresariado nacional, por se preocupar primeiramente com a estabilidade econômica do país, temia que o modo de conduzir a administração se alterasse e que as políticas de austeridade fiscal fossem trocadas pela irresponsabilidade administrativa, promovida por posições partidárias que não seguissem a lógica do mercado.

Devido à insegurança relacionada à possibilidade de Luiz Inácio Lula da Silva (candidato a presidente, representante do PT) vencer as eleições, ampliaram-se a especulação do Real, a vulnerabilidade externa e a fragilidade financeira do setor público, elevando o risco-país e afugentando os investidores (FILGUEIRAS, 2006 apud LONGUINHOS e SILVA, 2013).

Em função deste clima de incerteza que se instaurou no mercado, para transmitir confiabilidade aos eleitores, o PT fez três publicações importantes ao longo do ano de 2002: (i) a “Carta ao Povo Brasileiro”, se comprometendo a conservar o superávit primário, no intuito de manter a credibilidade na capacidade de pagamentos do país frente aos credores; (ii) apresentou um programa de governo bem mais moderado que os anteriores; (iii) prometeu, mediante nota, respeitar o acordo firmado com o FMI negociado no Governo FHC (GIAMBIAGI et al., 2005).

De acordo com Gremaud et al. (2011), estas garantias de manutenção da política econômica, conforme a praticada no último mandato de FHC, fizeram com que, ao final de 2002, se iniciasse um processo de redução do risco-país e da taxa de câmbio.

3.1.3 A continuidade da Política Econômica pelo Governo Luiz Inácio Lula da Silva

Com a vitória eleitoral em 2002, Luiz Inácio Lula da Silva toma posse à Presidência da República em 1 de janeiro de 2003 e, ao contrário do que se acreditava, não houveram drásticas mudanças na condução da política econômica, o novo presidente se mostrou comprometido a seguir o tripé macroeconômico vigente: regime de metas inflacionárias, câmbio flutuante e política de superávits fiscal primário elevado (LONGUINHOS e SILVA,

2013). Lula foi o primeiro presidente, desde 1986, que não desenvolveu um programa econômico próprio, dando continuidade ao Real.

O compromisso do governo com a estabilidade é observada no princípio do mandato, com a tomada as seguintes medidas elencadas por Giambiagi et al. (2005):

- 1) Conservação da diretoria do Banco Central, sendo substituído apenas o seu presidente, saindo Armínio Fraga e assumindo Henrique Meirelles (ex-presidente mundial do Bank Boston).
- 2) Elevação da meta de superávit primário, que passou de 3,75% para 4,25% do PIB em 2003, o nível necessário para estabilizar e reverter à tendência de crescimento da dívida pública;
- 3) Continuidade ao processo de elevação da Taxa Selic, iniciada no governo FHC.
- 4) Anúncio de metas de inflação para 2003 e 2004, de 8,5% e 5,5%, respectivamente. Níveis significativamente inferiores em relação à taxa efetivamente observada em 2002, o que reforça a política anti-inflacionária;
- 5) Desígnio de cortes do gasto público, para viabilizar o objetivo fiscal.

Gremaud et al. (2011) faz um balanço das implicações destas medidas e expõe os seguintes resultados para o primeiro mandato do Governo Lula:

- O setor externo apresentou bom desempenho, devido ao crescimento contínuo das exportações, motivado pelo crescimento da economia mundial e seu impacto sobre o preço das *comodities*.
- Houve uma melhora da situação fiscal, com aumentos do superávit primário e tendência de queda da dívida do setor público.
- Já no início de 2003, a tendência de aceleração inflacionária apresentou reversão, em função da valorização cambial combinada com a preservação da política monetária voltada para a estabilização.
- Conquistada a estabilidade, foram possibilitadas reduções da taxa de juros a partir de meados de 2003.
- O crescimento econômico no período (2003-2006) manteve um desempenho fraco em relação às taxas de crescimento mundial, mesmo com a estabilização, a melhora dos indicadores externos e fiscais e a queda do risco-país. Apesar disto, analisando as

taxas de crescimento anuais do PIB nacional, observa-se um crescimento quase nulo em 2003, devido ao esforço realizado para a estabilização, mas com elevação do crescimento a partir de 2004.

Os resultados obtidos no primeiro mandato, que aconteceu entre os anos 2003 e 2006, foram favoráveis à manutenção do regime governamental. Com alto índice de aceitação por parte da população brasileira, Lula foi reeleito, permanecendo como presidente até 2010. No seu segundo mandato, o objetivo foi dar continuidade ao crescimento do país frente a conjuntura externa favorável. Para tal fim, de acordo com Longuinhos e Silva (2013), foram realizadas reduções na taxa básica de juros, de modo a estimular o investimento e assim promover o aumento do produto potencial e a criação de novos postos de trabalho.

Seguindo este objetivo, o crescimento do PIB iniciado em 2004 sustentou-se até 2008, representando o mais longo ciclo de crescimento econômico do Brasil até este período. Duas características contribuíram para este ciclo: i) a expansão continuada do investimento desde o segundo trimestre de 2004, permitindo a elevação do produto potencial e o crescimento sem pressões inflacionárias pelo lado da demanda; ii) o consumo final das famílias e o das administrações públicas, que aparecem como principais componentes da demanda agregada (IPEA, 2010).

Esta expansão do consumo das famílias durante o Governo Lula pode ser explicada pela grande ampliação das transferências através dos programas assistenciais e pela expansão do crédito para pessoa física, especialmente o crédito consignado para as pessoas de baixa renda (GREMAUD et al., 2011). Além destes dois fatores, o IPEA (2010) cita também a recuperação do poder de compra do salário mínimo, que segundo Costa (2014), foi conquistado pela política de aumentos reais do salário mínimo, baseados na soma da inflação mais o crescimento do País.

Deste modo, o conjunto de programas que inicialmente apareciam como uma política que apenas objetivava reverter à desigualdade social no Brasil se tornou o principal fundamento do ciclo de desenvolvimento que floresceu nos dois governos de Lula da Silva (MUSSE e PISSARDO, 2014).

Em relação à expansão dos investimentos privados, além das quedas na taxa básica de juros, citadas por Longuinhos e Silva (2013), o IPEA (2010) mostra que para este crescimento contribuíram a expansão do consumo das famílias e os investimentos públicos materializados

no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)³⁹, pois geraram efeitos positivos sobre a formação das expectativas dos agentes econômicos.

Em 2008, a crise mundial, iniciada no mercado habitacional dos Estados Unidos, afetou a economia brasileira, interrompendo a trajetória ascendente do ciclo econômico (IPEA, 2010). Pochmann (2009) afirma que a contaminação do Brasil por esta crise se deu especificamente a partir do mês de outubro de 2008, tendo o setor industrial como principal responsável pela inflexão do PIB. Almeida, Jacob e Novaes (2009) destacam que, neste período, a economia brasileira entrou, pela primeira vez desde 2003, em recessão técnica⁴⁰.

Apesar dos resultados desfavoráveis para o ano de 2009, em função da crise mundial, a partir de 2010 a economia brasileira, surpreendentemente, retomou o fôlego e voltou ao crescimento, restaurando o desempenho econômico. Atribui-se a esta façanha: a recuperação extraordinária da expansão mundial, tendo a economia da China como locomotiva da economia; a postura adotada pelo Banco Central do Brasil e o comprometimento deste com o Regime de Metas para Inflação; e a manutenção da política creditícia a taxas de juros estáveis, que produziu psicologicamente um clima de estabilidade e, apesar dos impactos da crise, ainda pôde-se manter crescente, mesmo que a níveis menores, o consumo das famílias (LONGUINHOS e SILVA, 2013).

Tendo conhecimento das políticas adotadas, Rezende (2009) sintetiza o Governo Lula nos seguintes objetivos principais: manutenção do controle da inflação, busca à retomada do desenvolvimento econômico, redução da vulnerabilidade externa, expansão do investimento e ampliação dos programas sociais.

Pereira (2013) menciona que os altos índices de popularidade alcançados demonstram que o Governo Lula foi um governo bem sucedido. Este êxito foi obtido porque o governo conseguiu quase dobrar a taxa de crescimento, reduzir a desigualdade e melhorar o padrão de vida de milhões de brasileiros, benefícios alcançados graças à sorte de uma conjuntura internacional favorável – que permitiu a elevação dos preços das *commodities* – e ao aumento do mercado interno.

A simpatia da população com o governo se confirma na eleição de 2010, na qual Dilma Rousseff, a candidata escolhida por Luiz Inácio Lula da Silva para sucedê-lo, é a vencedora e se torna a primeira mulher a assumir a Presidência do Brasil. Sua vitória foi considerada por muitos como uma conquista do Lula e foi alcançada devido à alta taxa de aprovação do

³⁹O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) é um plano do governo federal que objetiva estimular o crescimento da economia brasileira, através do investimento público em obras de infraestrutura.

⁴⁰Recessão técnica é caracterizada por uma retração do PIB por dois trimestres consecutivos.

Governo Lula, à transferência de votos do presidente para a sua candidata e à proposta de que a candidata daria continuidade ao Governo Lula (NOVAES, 2010).

3.1.4 Governo de Dilma V. Rousseff e a instabilidade dos indicadores econômicos

Seguindo a proposta de campanha, Dilma Rousseff iniciou seu mandato com a esperança de dar continuidade ao desempenho do Governo de Luiz Inácio Lula da Silva, que combinara taxas relativamente elevadas de crescimento com redução da desigualdade econômica. Mas a presidente não pôde contar com a conjuntura externa favorável, pois a situação internacional que melhorara após a crise de 2008 voltou a se deteriorar em 2011, devido à recuperação insatisfatória da economia americana e à Crise do Euro⁴¹. Além disso, Dilma deveria lidar com a herança macroeconômica deixada por Lula: a taxa de juros ainda elevada em relação aos padrões internacionais, pois, apesar de um longo tempo de diminuições, o governo não conseguiu baixá-la substancialmente; e uma taxa de câmbio altamente apreciada (PEREIRA, 2013).

Nestas circunstâncias, o governo precisou recorrer às seguintes medidas: para tornar o câmbio favorável às exportações, promoveu-se uma desvalorização cambial; para assegurar os níveis de salário e emprego, estimular a demanda e, portanto, o crescimento, o governo promoveu a desoneração da folha de pagamentos e reduziu impostos sobre alguns bens de consumo, o que contribuiu para a redução de seus preços; para estimular o investimento, o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), com contribuição do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e do Ministério da Fazenda, concebeu programas como o Reintegra⁴², o Inovar-auto⁴³ e diversas outras políticas incluídas no Plano Brasil Maior⁴⁴, que tiveram um impacto importante sobre a competitividade da indústria brasileira (SANTOS, 2014).

Cagnin et al. (2013) afirma que apesar da dificuldade de conciliar baixas taxas de câmbio e de juros no controle da inflação, nos dois primeiros anos de governo, Dilma também

⁴¹A Crise do Euro foi uma crise originada no ano de 2011 em função do elevado endividamento público nos países membros da União Europeia.

⁴²Reintegra é a abreviação dada para nomear o Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras. No âmbito deste regime, a pessoa jurídica exportadora tem direito a ressarcimento de impostos em valor equivalente a um percentual, estabelecido pelo Ministro de Estado da Fazenda, da receita auferida com a exportação de bens para o exterior.

⁴³O Inovar-auto é a nomeação dada ao Programa de Incentivo à Inovação Tecnológica e Adensamento da Cadeia Produtiva de Veículos Automotores.

⁴⁴O Plano Brasil Maior é um programa que abrange políticas de incentivo ao comércio exterior e ao investimento em tecnologias para a indústria.

conseguiu reduzir o diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional. Mas com a aceleração da inflação, em abril de 2013 o Copom deu início a uma nova fase de elevações graduais da taxa básica de juros.

Como consequência do baixo crescimento econômico e das desonerações fiscais, a arrecadação do governo reduziu, resultando em queda do superávit primário. Além do mais, a desvalorização cambial, apesar de favorecer a competitividade industrial, gerava pressões inflacionárias. Neste contexto, Haluska (2014) conclui que, em função dos desafios existentes e das alternativas às quais se teve que recorrer, o governo precisou adotar uma política fiscal expansionista, devido à queda na arrecadação, e tolerar uma inflação em níveis próximos ao teto da meta.

As medidas da política econômica da presidenta foram inconstantes, pois com diversas agências atuando com diagnósticos distintos, as políticas acabaram derivando de forças e prioridades variadas que, de acordo com as circunstâncias, ganhavam ou perdiam terreno no embate das ideias. Mesquita (2014) afirma que, com a inflação e o superávit primário elevados, foi possível observar que a política macroeconômica do Governo Dilma, ainda que jamais tenha formalmente abandonado o tripé macroeconômico básico estabelecido em 1999, precisou flexibilizá-lo, apresentando desvios em relação aos seus objetivos e instrumentos.

Os resultados do primeiro mandato de Dilma foram: baixo crescimento, inflação elevada, redução do superávit primário e aumento do déficit em conta corrente (HALUSKA, 2014). Segundo Pereira (2014), os indicadores mostram que a economia estaria passando por um processo de “estagflação”, ou seja, apresentando crescimento abaixo de seu potencial combinado com inflação elevada e persistente.

Apesar disto, os próprios técnicos da equipe econômica do governo admitem que, não fossem os estímulos fiscais e monetários concedidos, o ritmo da economia brasileira teria sido ainda mais lento e a inflação ainda mais alta (BALANÇO..., 2014).

A título de comparação do rumo da política monetária durante os governos compreendidos pelo período de análise deste trabalho, nos tópicos seguintes serão apresentados: a trajetória da inflação sob o Regime de Metas e as decisões do Copom para os níveis da taxa básica de juros, o principal instrumento de condução da política monetária.

3.2 O desempenho do IPCA mediante o Regime de Metas de Inflação

A avaliação e comparação do desempenho do nível de preços mediante o Regime de Metas de Inflação durante o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, todo o

Governo Luiz Inácio Lula da Silva e o primeiro mandato de Dilma V. Rousseff podem ser compreendidas a partir da Tabela 3.1, que ilustra as metas estipuladas para a inflação e o comportamento do IPCA entre os anos 1999 e 2014.

Tabela 3.1 - Histórico das metas para a inflação no Brasil (1999-2014)

Ano	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites inferior e superior (%)	Inflação efetiva (IPCA% a.a.)
1999	8	2	6 – 10	8,94
2000	6	2	4 – 8	5,97
2001	4	2	2 – 6	7,67
2002	3,5	2	1,5 – 5,5	12,53
2003*	3,25	2	1,25 – 5,25	9,30
	4	2,5	1,5 – 6,5	
	8,5	2,5	6 – 9	
2004*	3,75	2,5	1,25 – 6,25	7,60
	5,5	2,5	3 – 8	
2005	4,5	2,5	2 – 7	5,69
2006	4,5	2	2,5 – 6,5	3,14
2007	4,5	2	2,5 – 6,5	4,46
2008	4,5	2	2,5 – 6,5	5,90
2009	4,5	2	2,5 – 6,5	4,31
2010	4,5	2	2,5 – 6,5	5,91
2011	4,5	2	2,5 – 6,5	6,50
2012	4,5	2	2,5 – 6,5	5,84
2013	4,5	2	2,5 – 6,5	5,91
2014	4,5	2	2,5 – 6,5	6,41

Fonte: Banco Central do Brasil

*A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004

Estes dados permitem observar que, desde a introdução do Regime de Metas Inflacionárias, até então, o Banco Central do Brasil tem sido capaz de manter a inflação dentro das bandas de tolerância das metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), com exceção apenas dos anos 2001, 2002 e 2003, período que retrata os dois últimos anos do Governo FHC e o primeiro ano do Governo Lula, nos quais, conforme apresentado no Tópico 3.1, a economia do Brasil apresentou instabilidade.

O ano de 2002 foi o que apresentou a maior inflação efetiva do período e, embora as metas para a inflação dos anos 2003 e 2004 tenham sido elevadas – de 4% e 3,75% para 8,5%

e 5,5%, respectivamente -, em 2003 o IPCA ainda ultrapassou o limite superior da nova meta em 0,3 pontos percentuais.

Apesar de ter o primeiro ano de governo com a inflação acima do limite da meta, a partir de 2004 e ao longo de todo o Governo Lula, o IPCA esteve dentro dos limites de tolerância, com destaque para os anos de 2006, 2007 e 2009, nos quais a inflação se situou abaixo do centro da meta.

Durante o primeiro mandato de Dilma (2011-2014), o IPCA permaneceu acima do centro da meta, mas sempre dentro do limite superior do intervalo de tolerância.

Com o Regime de Metas de Inflação, de suma importância para dirigir a política monetária em sentido à meta para o IPCA, tem sido a definição da meta para taxa básica de juros, a Taxa Selic. Dada a sua importância para a compreensão do objetivo da autoridade monetária, convém expor a sua evolução ao longo do período abordado neste trabalho. Nessa perspectiva, o próximo tópico apresenta as observações feitas em relação à trajetória das metas estabelecidas pelo Copom para a Taxa Selic.

3.3 As decisões de política monetária a partir da determinação da Taxa Selic Meta entre os anos 1999 e 2014

Dado que o objetivo deste trabalho é observar o desempenho das variáveis que afetam a demanda agregada diante das variações causadas na taxa de juros em razão das decisões de política monetária, no Anexo 1 é apresentado o histórico das metas para a Taxa Selic entre os anos 1999 e 2014.

Conforme exposto no Capítulo 2, a Taxa Selic entrou em vigor como taxa básica de juros da economia a partir de 05 de março de 1999. Neste dia, de acordo com o Anexo 1, a meta para a Taxa Selic era de 45% a.a., nível elevadíssimo. Segundo o Boletim Anual do Banco central do Brasil para o ano de 1999⁴⁵, a primeira meta para a Taxa Selic foi definida neste nível para conter a desvalorização e evitar a volatilidade da taxa de câmbio, decorrente da adoção do câmbio flutuante. Contudo, à medida que a economia foi se estabilizando, o Bacen pôde reduzir a taxa básica de juros gradualmente. Portanto, após a data de 05 de março de 1999, iniciou-se uma longa trajetória de redução que se estendeu até a reunião do Copom de 14 de fevereiro de 2001, com a meta para a Taxa Selic definida para 15,25% a.a.

⁴⁵Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=1999>>. Acesso em: 16 jun. 2015.

De acordo o Relatório de Inflação⁴⁶ de Março de 2001⁴⁷, nesta época o cenário externo se apresentava desfavorável e os preços administrados foram elevados. Neste panorama, a partir da reunião de 21 de março teve início um movimento ascendente na meta para a Taxa Selic, que seguiu até a reunião de 23 de janeiro de 2002, com a meta sustentada em 19% a.a. durante a maior parte deste período. Pode-se observar que esse período de elevação da taxa básica de juros abrange justamente a época do Governo FHC em que a economia brasileira foi atingida pela Crise Argentina, os atentados terroristas ao *World Trade Center* e o período de racionamento de energia (o “apagão”).

Segundo o Relatório de Inflação de Março de 2002⁴⁸, a evolução favorável dos mercados externo e interno contribuíram para que na reunião de 20 de fevereiro de 2002 o Copom reduzisse a meta para a Taxa Selic em 0,25 pontos percentuais. Seguida de duas novas reduções, a meta se manteve em 18% a.a. de julho até setembro de 2002.

Em 14 de outubro de 2002, o Copom principiou uma nova sequência de elevação da meta. Nesta data, o aumento foi de 3 pontos percentuais. Conforme apresentado no Relatório de Inflação de Setembro de 2002⁴⁹ e já explicitado no Tópico 3.1 deste capítulo, as incertezas da economia se elevaram a partir de meados de 2002, alimentadas pelo processo eleitoral e pela elevação do risco-país. Por tal motivo, a sucessão de elevações se estendeu até fevereiro de 2003, após a reunião desta data, a meta para a Taxa Selic ficou sustentada no patamar de 26,5% a.a. até junho de 2003.

Na reunião de 18 de junho de 2003, o Copom reduziu a meta para 26% a.a. e em agosto de 2004 a meta já se situava em 16% a.a. Após mais de um ano com um ciclo de reduções, na reunião de 15 de setembro de 2004 o Copom elevou o escopo da taxa de juros para 16,25% a.a. De acordo com o Boletim Anual de 2004⁵⁰, esta postura restritiva aconteceu devido à deterioração das expectativas inflacionárias ocasionada pela elevação da taxa básica de juros norte-americana, pela volatilidade dos preços no mercado do petróleo e pelo aquecimento da demanda interna. Sob estas circunstâncias, conforme se observa no Anexo 1,a

⁴⁶Todos os Relatórios de Inflação e Boletins Anuais mencionados neste tópico referem-se aos publicados pelo Banco Central do Brasil.

⁴⁷Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2001&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 15 jun. 2015

⁴⁸Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2002&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 15 jun. 2015.

⁴⁹Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2002&acaoAno=ABRIR&mes=09&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 15 jun. 2015

⁵⁰Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2004>>. Acesso em: 15 jun. 2015

meta para a Selic permaneceu em alta até a reunião de agosto de 2005, quando estava ao nível de 19,75% a.a.

Em 14 de setembro de 2005, o objetivo para a Taxa Selic foi reduzido para 19,5% a.a., dando início a um longo processo de baixa que, apesar de interrompido por um curto período de 2008 (ano em que o IPCA teve uma elevação significativa, conforme se observa na Tabela 3.1, e o país foi atingido pela crise americana), conseguiu se sustentar até abril de 2010, com a meta conservada em 8,75% a.a. nos últimos 6 meses.

Mesmo tendo conseguido manter a Taxa Selic em decréscimo ao longo de quase todo o período de liderança, o Governo Lula se encerrou com a taxa básica de juros em elevação. A partir da reunião de 24 de abril de 2010, ano em que também se observa elevação do IPCA (Tabela 3.1), o Copom retoma uma política monetária contracionista, com a Selic meta passando para 9,5% a.a. Esta atitude se repete por mais de um ano, com elevações que seguem até o primeiro ano do Governo Dilma, quando, na reunião de 20 de julho de 2011, a Taxa Selic chega ao ápice de 12,5% a.a.

Na reunião de agosto de 2011 é dada a largada a uma nova trajetória de queda da meta para a Taxa Selic e, após uma sequência de dez cortes consecutivos, na reunião de 10 de outubro de 2012 a meta chega a 7,25% a.a., a menor observada no período aqui analisado. Este nível foi mantido até março de 2013.

Com o temor de que a inflação acelerasse, em 17 de abril de 2013, a meta para a Selic é elevada para 7,5% a.a. e segue em aumento até dezembro de 2014, fechando o ano com a meta em 11,75% a.a. Neste contexto, mesmo conseguindo deixar a taxa básica de juros em níveis menores que as observadas para o segundo mandato de FHC e para o Governo Lula, o primeiro mandato de Dilma também se encerra com a Selic em ascensão.

Tendo conhecimento dos fatores que afetaram a economia e observada a trajetória das metas para a Taxa Selic entre os anos 1999 e 2014, no capítulo seguinte será apresentado o comportamento dos níveis de investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida pública, e analisado se seus respectivos desempenhos em relação às variações nas taxas de juros condizem com a teorias dos mecanismos de transmissão de política monetária, apresentados no Capítulo 2.

4 O COMPORTAMENTO DOS NÍVEIS DE INVESTIMENTO, CONSUMO, TAXA DE CÂMBIO E DÍVIDA PÚBLICA MEDIANTE O DESEMPENHO DA ECONOMIA E DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL

Conforme apresentado no capítulo anterior, desde a introdução do Regime de Metas de Inflação, em 1999, até o ano de 2014, em quase todos os anos a inflação no Brasil se manteve dentro das bandas de tolerância estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Isto comprova que a política monetária do país tem sido bem sucedida no sentido de atingir o controle do nível de preços. Por outro lado, como a economia brasileira foi afetada por diferentes circunstâncias durante este período⁵¹, para dominar a inflação, a política monetária foi oscilante, intercalando períodos de medidas expansionistas e contractionistas, conforme a conjuntura econômica indicasse a necessidade no momento.

Neste contexto, considerando a inconstância das decisões de política monetária e que os fatores que as influenciaram já foram apresentados em detalhes no Capítulo 3 – onde foram destrinchadas as deliberações do Copom em relação às metas para a Taxa Selic em suas reuniões e os meios que culminaram nestas decisões, que chegaram a tomar rumos distintos dentro de um mesmo ano –, para facilitar a compreensão das análises deste capítulo, convém agregar as diferentes metas para uma base anual. Portanto, na Tabela 4.1⁵² são ilustradas as médias das metas para a Taxa Selic, bem como as Taxas Selic Efetiva e Real em cada ano.

⁵¹Vide capítulo 3.

⁵²As análises deste trabalho se restringem ao período que abrange os anos entre 1999 e 2014, porém, com o objetivo de esclarecer as taxas de crescimento exibidas no ano de 1999, os dados apresentados nas tabelas deste capítulo serão expostos a partir do ano de 1998.

Tabela 4.1 - Taxa Selic: média das metas, valor efetivo acumulado no ano, valor real e suas respectivas taxas de crescimento, entre 1999 e 2014

Ano	Média das metas para a Taxa Selic* (% a. a.)	Taxa Selic Efetiva acumulada no ano** (% a.a.)	Taxa de crescimento da Taxa Selic efetiva (%)	Taxa Selic Efetiva deflacionada pelo IPCA (%a.a.)	Taxa de crescimento da Taxa Selic Real (%)
1998	23,02	28,79	-	26,70	-
1999	26,79	25,59	-11,12	15,28	-42,76
2000	17,52	17,43	-31,87	10,82	-29,22
2001	17,63	17,32	-0,66	8,96	-17,17
2002	19,60	19,17	10,72	5,90	-34,12
2003	23,08	23,35	21,76	12,85	117,69
2004	16,44	16,25	-30,41	8,04	-37,47
2005	19,15	19,05	17,26	12,64	57,31
2006	15,09	15,08	-20,86	11,57	-8,44
2007	11,94	11,88	-21,23	7,10	-38,66
2008	12,59	12,48	5,10	6,21	-12,46
2009	9,81	9,93	-20,42	5,39	-13,27
2010	10,03	9,76	-1,76	3,63	-32,6
2011	11,78	11,62	19,1	4,81	32,36
2012	8,47	8,49	-26,92	2,51	-47,87
2013	8,38	8,22	-3,19	2,18	-12,9
2014	11,03	10,90	32,62	4,22	93,44

Fonte: Banco Central do Brasil, IPEADATA. Elaboração própria.

* Média calculada a partir das metas publicadas pelo Banco central do Brasil. As metas para o período de 1999 a 2014 estão disponíveis no Anexo 1.

** A Taxa Selic efetiva acumulada no ano foi calculada a partir das Taxas *over*/Selic mensais, divulgadas no IPEADATA.

A partir destes dados é possível observar que, em todos os anos do período de análise (1999-2014), o Banco Central do Brasil conseguiu manter Taxa Selic Efetiva próxima às metas estabelecidas pelo Copom e as variações na Taxa Selic Real, embora tenham acontecido em maiores proporções, acompanharam a tendência da Taxa Selic Efetiva e, portanto, das metas.

É importante ressaltar que as taxas de crescimento para a taxa básica de juros são negativas para a maioria dos anos. Apesar disso, a Taxa Selic Nominal esteve acima de 10% em grande parte deste período. Diante desse desempenho, é possível verificar que o Brasil ainda se encontra entre os primeiros no ranking dos países que possuem as maiores taxas de

juros mundiais, mesmo no ano de 2013, em que apresentou a menor taxa de juros, tanto em valor nominal quanto real.

Esta condição pode ser verificada através dos relatórios elaborados pela empresa de consultoria econômica *Up Trend*, que contém os Rankings Mundiais de Juros, organizados a partir do comparativo entre as taxas praticadas pelos Bancos Centrais de 40 países do mundo e vêm sendo divulgados desde maio de 2013 no site *MoneyYou*⁵³. Na maioria das publicações realizadas (disponíveis para o período de maio de 2013 a dezembro de 2014), o Brasil tem ficado entre os quatro primeiros na posição dos países que têm a maior taxa de juros reais. Cabe destacar o período de outubro de 2013 a outubro de 2014, quando o país se manteve no posto de primeiro lugar, seguido pela China, que toma a segunda posição.

Em relação à taxa de juros nominal, o Brasil ocupa a terceira posição em maior parte dos rankings, sendo sempre superado apenas pela Venezuela e Argentina. Exceções para este posto são observadas nos rankings de maio de 2003 e de dezembro de 2014, quando o Brasil esteve na quarta colocação das taxas de juros nominais, ficando abaixo da Venezuela, da Argentina e da Rússia. A explicação para o resultado de maio de 2013 é que, conforme pode ser observado no Anexo 1, a Taxa Selic se encontrava no menor patamar da história no início deste ano. Quanto à posição em dezembro de 2014, como a Taxa Selic estava em ascensão, esta só foi possível devido a uma elevação significativa da taxa de juros nominal da Rússia, que superou a do Brasil.

Embora a Venezuela e a Argentina tenham ocupado o topo do ranking das taxas de juros nominais durante todo o período, superando o Brasil, quando se trata das taxas de juros reais, estes países se encontram abaixo e em posições bem distantes do Brasil, pois a inflação elevada nestas nações tem feito com que a taxa de juros real esteja em baixos níveis. Em todos os rankings para as taxas de juros reais, a Venezuela ocupou a última colocação e apresentou taxas negativas.

Constatada a conjectura resguardada por muitos autores da literatura econômica, de que o Brasil apresenta uma das maiores taxas de juros do mundo, agora será verificado se estas taxas apresentam relações com as variações nos níveis de investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida pública no país.

⁵³Rankings divulgados em: <http://moneyou.com.br/>. Acesso em: 14 jul. 2015.

4.1 A evolução do nível de investimento no Brasil mediante as variações na Taxa Selic

O nível de investimento no Brasil pode ser mensurado a partir dos dados apresentados para a Formação Bruta de Capital Fixo, um indicador que se encontra incluso nas contas nacionais divulgadas pelo IBGE e, de acordo com a definição do órgão, equivale aos acréscimos ao estoque de bens duráveis, destinados ao uso das unidades produtivas, realizados em cada ano, visando o aumento da capacidade produtiva do País. Para uma análise mais detalhada da trajetória da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), os dados para esta variável estão expostos na Tabela 4.2.

Tabela 4.2 - Taxa real de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo, de 1999 a 2014

Ano	FBCF em valores correntes (em milhões de R\$)	FBCF a preços de 2014 (em milhões de R\$)	Taxa real de crescimento da FBCF (%)
1998	186.607	519.496,32	-
1999	185.838	474.899,48	-8,58
2000	220.378	531.437,84	11,91
2001	242.683	543.536,70	2,28
2002	267.750	532.906,09	-1,96
2003	286.738	522.139,19	-2,02
2004	340.511	576.261,91	10,37
2005	373.876	598.663,06	3,89
2006	415.941	645.742,66	7,86
2007	491.114	729.894,41	13,03
2008	605.663	849.988,02	16,45
2009	639.191	859.976,27	1,18
2010	800.353	1.016.717,80	18,23
2011	902.886	1.076.966,42	5,93
2012	952.524	1.073.483,41	-0,32
2013	1.059.027	1.126.910,63	4,98
2014	1.090.115	1.090.115,00	-3,27

Fonte: IBGE. Elaboração própria

Embora alguns anos exponham taxas reais de crescimento negativas, na maior parte do período de análise, a Formação Bruta de Capital Fixo esteve em elevação, apresentando uma

taxa de crescimento média de aproximadamente 5%. Em valores correntes, de 1999 a 2014, a FBCF evoluiu em 486%.

Relacionando os dados para a Taxa Selic (Tabela 4.1), com as taxas reais de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (Tabela 4.2) e com as informações apresentadas no Capítulo 3, é possível pontuar diversas observações que permitem compreender estas variações no investimento.

O ano de 1999 foi o que apresentou a maior queda no investimento em capital fixo (-8,5%) e o maior patamar para a Taxa Selic (25,59% a.a.). Embora a taxa básica de juros tenha sido reduzida em relação ao nível do ano anterior, de acordo com o Boletim Anual do Banco Central do Brasil para o ano de 1999⁵⁴, o decréscimo nos investimentos é explicado porque os investidores esperavam elevações na Selic, uma vez que suas expectativas quanto à trajetória da economia incorporaram os desdobramentos da crise financeira internacional, ocorrida no fim de 1998, e a mudança no regime cambial, em janeiro de 1999, que causou impactos desfavoráveis à economia e elevação da inflação, em decorrência da desvalorização da taxa de câmbio.

As medidas de controle fiscal, a implantação do Regime de Metas de Inflação e a adoção do sistema de câmbio flutuante, no ano de 1999, contribuíram para que, em 2000, a economia brasileira se apresentasse recuperada da crise iniciada em 1998. Neste contexto de estabilidade econômica, no ano de 2000 são observadas, a partir das taxas de crescimento, queda na Taxa Selic (-31,87%) e elevação no investimento em capital fixo (11,91%).

Em 2001, ano em que a economia brasileira foi atingida pela crise energética e pelo abalo nos mercados mundiais, causado pela Crise Argentina e pelos atentados ao *World Trade Center*, ainda é observada nova redução na Taxa Selic e elevação no investimento, às taxas de -0,66% e 2,28%, respectivamente, ambas em proporções inferiores às observadas para o ano de 2000.

Em 2002 a economia Brasileira foi afetada pela crise eleitoral. De acordo com o Boletim Anual do Banco Central do Brasil para o ano de 2002⁵⁵, esta crise, somada ao baixo nível da atividade econômica desde 2001, contribuiu para um cenário de incertezas, que afetou negativamente no nível de investimento. Neste contexto, no ano de 2002, as taxas de crescimento apresentam elevação na Taxa Selic (10,72%) e redução nos investimentos (-1,96%).

⁵⁴Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=1999>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

⁵⁵Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2002>>. Acesso em: 17 jul. 2015

Com a economia do país ainda apresentando um desempenho duvidoso e afetado pela transição política, do Governo de Fernando Henrique Cardoso para o Governo de Luiz Inácio Lula da Silva, o ano de 2003, também foi marcado pela busca à estabilização e apresentou, em magnitudes ainda maiores que as do ano anterior, elevação na Taxa Selic (à taxa de 21,76%) e queda na formação bruta de capital fixo (à taxa de -2,02%).

Conquistada a estabilidade e contando com uma conjuntura externa favorável, a partir de 2004 são observadas taxas reais de crescimento positivas para o investimento, que se estenderam ao longo de todo o Governo de Luiz Inácio Lula da Silva, na maioria das vezes associadas a reduções substanciais na Taxa Selic. As menores taxas de crescimento para a formação bruta de capital fixo, entre 2004 e 2010, aconteceram em 2005 (3,89%), único ano deste período no qual houve elevação na Taxa Selic Real (com uma taxa de crescimento de 57,31%), e em 2009 (1,18%), quando a economia do país se encontrava afetada pela crise *do subprime* americano⁵⁶, iniciada em fins de 2008, podendo ser verificada a partir do Gráfico 4.1, onde analisa a trajetória de ambas variáveis. Com a surpreendente recuperação do país frente a esta crise, 2010 é o ano, entre 1999 e 2014, que apresenta a maior taxa real de crescimento para a Formação Bruta de Capital Fixo (18,23%).

Em 2011, a economia brasileira novamente é comprometida, desta vez em função da Crise do Euro⁵⁷. Portanto, neste ano, que representa o início do Governo de Dilma Rousseff, a Taxa Selic é elevada e o investimento apresenta crescimento em nível consideravelmente menor que o observado em 2010 (5,93%).

Com a economia nesta conjuntura, em 2012, mesmo ocorrendo uma redução de 26,92% na Taxa Selic, o investimento não se sustentou em elevação conforme se observa nos anos anteriores, a Formação Bruta de Capital Fixo apresentou queda de 0,32% em relação a 2011.

A economia e as medidas políticas no governo da nova presidente, ao contrário do que é observado no Governo Luiz Inácio Lula da Silva, não apresentaram uma trajetória fixa. Isto é perceptível porque, enquanto no ano de 2013 a Taxa Selic se apresenta em seu menor nível (8,22% a.a.), proporcionando elevação no investimento à taxa de 4,98%, em 2014 a Selic apresenta a maior taxa de crescimento do período de análise (32,62%) e a formação bruta de capital fixo apresenta a segunda maior taxa real de crescimento negativa (-3,27%), ficando atrás apenas da observada em 1999.

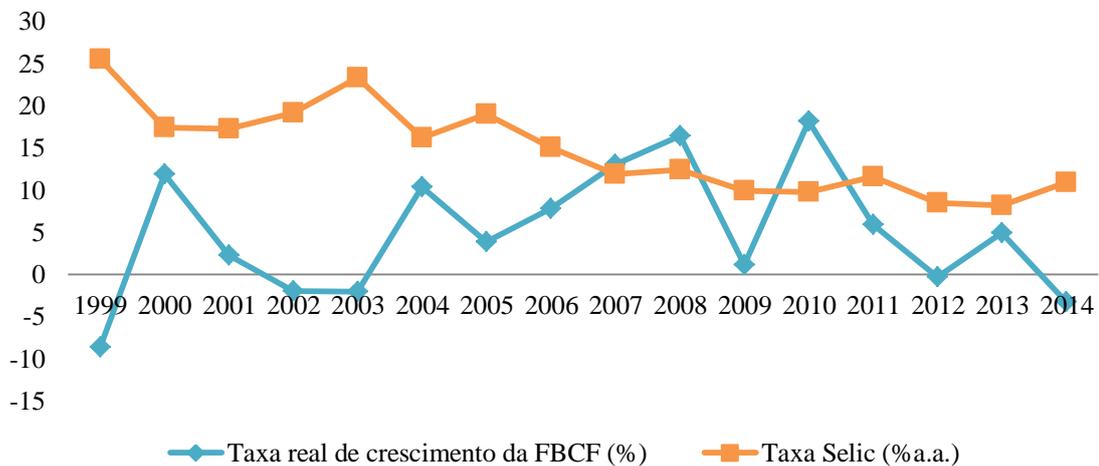
⁵⁶Aqui se refere à crise mundial iniciada no mercado habitacional dos Estados Unidos, eclodida em 2008. *Subprime* era o nome dado aos empréstimos de alto risco, concedidos pelas instituições financeiras para clientes de baixa renda ou que tinham histórico de inadimplência, para fins de financiamentos no mercado imobiliário americano. Estes financiamentos arrastaram vários bancos para uma situação de insolvência e repercutiu fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo (ENTENDA..., 2008).

⁵⁷A nota de rodapé n. 42, no capítulo 3, contém comentário sobre a referida crise.

Com base neste confronto entre as taxas reais de crescimento da formação bruta de capital fixo e as variações ocorridas na Taxa Selic em cada conjuntura apresentada pela economia brasileira, é possível apontar que, de modo geral, os anos nos quais os investimentos apresentaram elevações estiveram associados a períodos de reduções na Taxa Selic e quando a formação bruta de capital fixo apresentou taxas negativas de crescimento ou cresceu a uma taxa menor que a do ano anterior, a Selic apresentava uma taxa de crescimento positiva.

O Gráfico 4.1 mostra evolução da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) juntamente com o comportamento da Taxa Selic entre os anos 1999 e 2014.

Gráfico 4.1 - Trajetória da Taxa Selic e das taxas reais de crescimento da FBCF (1999-2014)



Fonte: IPEADATA, IBGE. Elaboração própria.

Neste gráfico é notável que, em quase todos os anos, os picos apresentados na série que traça a trajetória da Taxa Selic estiveram associados aos valores da série que traça as taxas de crescimento da formação bruta de capital fixo, ou seja, a FBCF e a taxa de juros Selic sinalizam apresentar uma relação inversa.

A indicação de uma relação negativa entre a FBCF e a Taxa Selic, sugere que, na maior parte do período analisado, a economia brasileira seguiu em linha com as abordagens que tratam dos mecanismos de transmissão da política monetária apresentadas no Capítulo 2, onde foi apresentado que, através dos canais do valor dos ativos, do crédito e das expectativas, as alterações na taxa de juros de curto prazo causam variações inversas no investimento.

Tal constatação corrobora com as ideias de Keynes, expostas na obra *“Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”*, na qual, segundo Carvalho et al. (2007), é mostrado que a retenção de moeda (para precaução em relação ao futuro) e de ativos financeiros (para

especulação) são formas de acumulação de riqueza alternativas ao acúmulo de bens de capital e é mediante o nível para a taxa de juros que os agentes decidem quais destas formas de riqueza é a oportunidade mais vantajosa. Partindo desta observação, segundo França, Grasel e Pereira (2003), Keynes chega à conclusão de que uma elevação na taxa de juros resulta em desestímulo aos investimentos em bens de capital.

Ao abordar a afinidade existente entre política monetária e consumo, no Capítulo 2, foi mostrado que, assim como o investimento, esta variável tende a apresentar uma relação negativa com as modificações na taxa de juros. Logo, no próximo tópico será feita a análise da relação entre a Taxa Selic e o nível de consumo.

4.2 A trajetória do nível de consumo no Brasil e sua relação com as variações na Taxa Selic

Para a análise do nível de consumo no Brasil serão utilizados os dados para a despesa de consumo final das famílias que, assim como a formação bruta de capital fixo, é um indicador que está incluso nas contas nacionais divulgadas pelo IBGE e constitui os gastos com bens e serviços realizados pelas famílias. As variações nos níveis de consumo das famílias estão expostas na Tabela 4.3.

Tabela 4.3 - Taxa real de crescimento da despesa de consumo das famílias (1999-2014)

Ano	Despesa de consumo das famílias em valores correntes (em milhões de R\$)	Despesa de consumo das famílias a preços de 2014 (em milhões de R\$)	Taxa real de crescimento da despesa de consumo das famílias (%)
1998	644.033	1.792.927,60	-
1999	704.739	1.800.924,37	0,45
2000	775.853	1.870.956,45	3,89
2001	843.887	1.890.052,29	1,02
2002	923.575	1.838.202,58	-2,74
2003	1.063.142	1.935.941,89	5,32
2004	1.179.850	1.996.712,64	3,14
2005	1.312.673	2.101.896,97	5,27
2006	1.456.420	2.261.071,94	7,57
2007	1.628.510	2.420.294,16	7,04
2008	1.857.401	2.606.678,31	7,70
2009	2.063.996	2.776.928,32	6,53
2010	2.341.155	2.974.055,15	7,10
2011	2.637.009	3.145.436,01	5,76
2012	2.908.411	3.277.745,20	4,21
2013	3.200.737	3.405.904,24	3,91
2014	3.449.807	3.449.807,00	1,29

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Com exceção do ano de 2002, ao longo de todo o período de análise, o consumo das famílias apresentou taxas reais de crescimento positivas.

De acordo com exposto no capítulo 3, à medida que a desvalorização cambial causada pela crise de 1999 e, portanto, o processo inflacionário dela decorrente foram controlados, a política monetária pôde ser gradualmente afrouxada. Nesta circunstância, a partir dos dados da Tabela 4.1, observa-se que nos três primeiros anos do segundo mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1999-2000), a Taxa Selic apresentou taxas negativas de crescimento. A maior redução ocorrida, de todo o histórico apresentado, aconteceu em 2000 (-31,87%), neste ano, o consumo expõe a maior taxa real de crescimento deste governo (3,89%). O ano de 2002, momento excepcional no qual o consumo das famílias apresentou taxa real de crescimento negativa (-2,74%), constitui também o primeiro ano do período de análise no qual a Selic foi elevada.

O Governo de Luiz Inácio Lula da Silva se distinguiu pela ampliação dos programas sociais de transferência de renda, ampliação do crédito para pessoa física e a recuperação do poder de compra do salário mínimo. Em meio a estes fatores e a uma trajetória de reduções na Taxa Selic, este governo, que vai de 2003 a 2010, é o que apresenta as maiores taxas de crescimento para o consumo das famílias, que permaneceram acima de 6% na maior parte deste período.

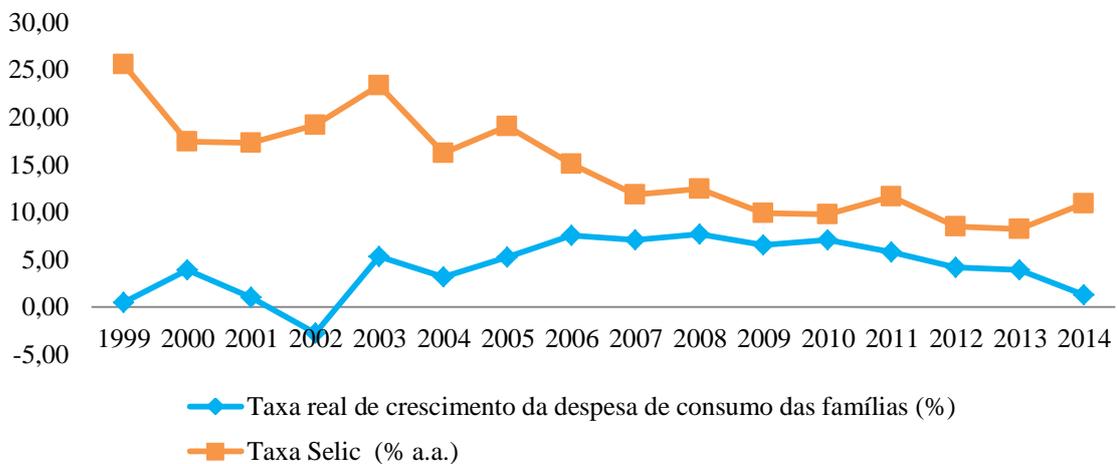
O primeiro mandato do Governo de Dilma Rousseff, ao contrário do Governo anterior, se deu em meio a uma conjuntura econômica desfavorável. Em 2011, o primeiro ano deste Governo, a Selic apresentou uma elevação de 19,1% e o consumo passou a crescer a taxas menores que as observadas nos anos anteriores.

Apesar deste cenário, a presidente conseguiu sustentar o consumo em trajetória crescente ao longo de todo o seu governo, no entanto, não na mesma velocidade observada no Governo anterior. Os determinantes para alcançar tal fim foram a continuidade aos programas sociais de distribuição direta de renda – por exemplo, o Programa Bolsa Família (PBF) –, a utilização de isenção de impostos sobre os bens de consumo duráveis e, nos anos de 2012 e 2013, a redução da Taxa Selic aos menores patamares do histórico. No Governo de Dilma Rousseff, a menor taxa real de crescimento do consumo das famílias foi a apresentada no ano de 2014 (1,29%), quando a Taxa Selic volta a ser elevada.

Como a despesa de consumo das famílias no Brasil se elevou em quase todos os anos entre 1999 e 2014, o vínculo entre consumo e Taxa Selic não é tão evidente quanto o observado entre a Selic e o investimento, pois a formação bruta de capital fixo apresentou taxas reais de crescimento negativas na maior parte dos momentos nos quais a Taxa Selic era elevada.

A despeito disso, os dados tendem a revelar uma relação negativa entre as variações na Selic e no dispêndio das famílias, porque nos anos de redução na Taxa Selic, o consumo cresceu a taxas crescentes. A percepção desta ligação se torna ainda mais nítida no Gráfico 4.2.

Gráfico 4.2 - Trajetória da Taxa Selic e das taxas reais de crescimento da despesa de consumo das famílias (1999-2014)



Fonte: IPEADATA, IBGE. Elaboração própria.

Neste gráfico (4.2), na maior parte do período, a linha que traça as taxas reais de crescimento do consumo das famílias apresenta movimentos opostos aos da linha que traça os níveis para a Taxa Selic, de modo que uma se assemelha a uma imagem refletida em espelho para a outra. Exceções são observadas somente em dois momentos: i) no ano de 2003, no qual, mesmo com a Taxa Selic em elevação, o consumo também aumenta, de acordo com o Boletim do Banco Central do Brasil⁵⁸, este desempenho ocorreu em função da melhora das expectativas dos consumidores a partir de meados de 2003, após a consolidação da transição de governos ocorrida neste ano; ii) no ano de 2004, que mesmo com queda na Selic, o crescimento do consumo ocorre a uma taxa inferior à observada em 2003.

A sinalização de que o consumo no Brasil apresentou uma relação inversa com a Taxa Selic também corrobora com os argumentos apresentados pela teoria monetária keynesiana. De acordo com Chiliatto-Leite (2010), na Teoria Geral, Keynes conclui que determinado o nível de investimento, por meio da taxa de juros, há uma “multiplicação” de gasto que acaba por resultar na propensão a consumir da sociedade. Com este raciocínio, é possível identificar que, ao desestimular o investimento, uma elevação na taxa de juros, propaga efeitos negativos para a propensão a consumir.

Verificado que a relação entre o consumo das famílias e a taxa básica de juros no Brasil, entre os anos 1999 e 2014, indicam ocorrer conforme expõem as teorias que abordam os canais de transmissão da política monetária, agora será analisado o comportamento da taxa de câmbio brasileira frente às variações na Taxa Selic.

⁵⁸ Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?id=BOLETIMANO&ano=2003>. Acesso em: 20 jul. 2015.

4.3 O comportamento da taxa de câmbio brasileira frente às variações na Taxa Selic

De acordo com as teorias dos mecanismos de transmissão da política monetária apresentadas no Capítulo 2, a taxa de juros estabelece uma relação inversa com a taxa de câmbio, na qual aumentos na taxa básica de juros tendem a causar valorização cambial (redução da taxa de câmbio) e, de modo análogo, reduções na taxa básica de juros tendem a provocar desvalorização cambial (elevação na taxa de câmbio).

Conforme também foi detalhado no referido capítulo, esta relação ocorre porque, a exemplo de um aumento na taxa básica de juros, os ativos financeiros domésticos se tornam mais atrativos que os externos, induzindo investidores de outros países a aplicarem recursos no mercado financeiro do país, o que amplia demanda por moeda doméstica, valorizando-a.

Assim como as abordagens que tratam da relação entre taxa de juros e investimento e consumo, a explicação deste vínculo existente entre o nível da taxa de juros, a atratividade dos ativos financeiros nacionais e a demanda por moeda doméstica também deriva da teoria keynesiana. Pois, conforme é apresentado por Além (2010), na Teoria Geral, ao abordar os motivos para demanda por moeda, Keynes expõe que a expectativa de elevações na taxa de juros estimula os agentes a demandarem moeda para o intuito de especular e garantir rendimentos no mercado financeiro.

Para o conhecimento dos movimentos na taxa de câmbio brasileira e o estabelecimento de sua relação com a taxa de juros, a evolução do valor do câmbio do Real em relação ao Dólar, após a adoção do Regime de Metas, está ilustrada na Tabela 4.4.

Tabela 4.4 - Comportamento da de câmbio brasileira entre os anos 1999 e 2014

Ano	Taxa de câmbio média (R\$/U\$S)	Taxa de crescimento da taxa de câmbio (%)
1998	1,16	-
1999	1,81	56,37
2000	1,83	0,85
2001	2,35	28,42
2002	2,92	24,29
2003	3,08	5,38
2004	2,93	-4,95
2005	2,44	-16,77
2006	2,18	-10,64
2007	1,95	-10,49
2008	1,83	-5,82
2009	2,00	8,88
2010	1,76	-11,88
2011	1,68	-4,85
2012	1,95	16,69
2013	2,16	10,39
2014	2,35	9,07

Fonte: IPEADATA

Associando os dados da Tabela 4.4, com as explicações apresentadas nos Boletins Anuais do Banco Central do Brasil⁵⁹ para as variações na taxa de câmbio e o comportamento da Taxa Selic (Tabela 4.1), foram identificadas as seguintes informações acerca dos elementos determinantes da taxa de câmbio para cada ano:

- Entre os anos 1999 e 2003, o câmbio apresentou uma sucessão de depreciações. As razões para isto foram: em 1999, a adoção do regime de câmbio flutuante; em 2000, a elevação dos preços do petróleo e os aumentos da taxa de juros norte-americana; em 2001, a Crise Argentina, os atentados terroristas aos Estados Unidos e a crise energética no Brasil; e em 2002 e 2003, o cenário internacional de instabilidade financeira, a elevação do risco-país e o processo de transição de governos. De 1999 a

⁵⁹Disponíveis em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIMANO>>. Acesso em: 20 jul. 2015.

2001, estas desvalorizações foram combinadas a reduções na Taxa Selic. E em 2002 e 2003, aconteceram elevações na Taxa Selic, de modo que as taxas de crescimento para a taxa de câmbio são menores que as observadas nos anos anteriores.

- O cenário de reduções do risco-país, ampla liquidez internacional e bom desempenho da economia mundial contribuíram para que os anos entre 2004 a 2008 apresentassem uma trajetória de valorizações cambiais. Neste período:
 - 2005 e 2008 são os únicos anos no qual a Taxa Selic apresenta taxas de crescimento positivas, a maior delas é a observada em 2005 (17,26%), de modo que, este ano também apresenta a maior redução na taxa de câmbio (-16,77%);
 - os anos de 2004, 2006 e 2007 apresentaram taxas negativas de crescimento para a Selic (-30,41%, -20,86% e -21,23%, respectivamente), quanto maiores foram estas reduções, menores foram as proporções das valorizações na taxa de câmbio (que apresentou as respectivas taxas de crescimento para cada um destes anos: -4,95%, -10,64% e -10,49%), conforme pode ser verificado quando se analisa a trajetória dessas variáveis no Gráfico 4.3.
- Em fins de 2008, o cenário econômico internacional se deteriora em função da crise dos Estados Unidos. Neste contexto, apesar de o Bacen ter adotado medidas para a manutenção da liquidez em moeda estrangeira, o ano de 2009 exhibe desvalorização cambial, constituindo uma quebra na trajetória de valorização apresentada desde 2004. Esta desvalorização se apresenta combinada a uma elevação de 5,1% na Taxa Selic.
- Em 2010, apesar de uma taxa de crescimento de -1,76% para a Taxa Selic, se observa a retomada das valorizações cambiais, que foi permitida graças ao contexto de recuperação da economia mundial e à adoção, por parte do Banco Central do Brasil, de uma política cambial de fortalecimento das reservas internacionais, evitando que a liquidez em moeda estrangeira resultasse em excessiva volatilidade e desequilíbrios no mercado de câmbio.
- Conforme apresentado no Capítulo 3, em 2011 a economia brasileira é afetada pela crise do Euro, por outro lado, a Taxa Selic apresentou um crescimento de 19,1% e, de acordo com o Boletim Anual, o Bacen deu continuidade à política cambial de ampliação das reservas internacionais, de modo que, mesmo que em proporção inferior à observada em 2010, o câmbio apresentou nova valorização.

- Nos anos de 2012, 2013 e 2014, a taxa de câmbio foi novamente elevada. Estas desvalorizações se deram em panoramas distintos:
 - Em 2012, apesar do cenário de alta liquidez no mercado internacional, a desvalorização (com elevação de 16,69% na taxa de câmbio) ocorreu em meio a uma redução de 26,92% na Taxa Selic e a uma política cambial, que procurou regular o mercado de câmbio, reduzindo o nível de reservas, através de medidas regulatórias que desestimulassem a entrada de capitais de curto prazo. Conforme apresentado no capítulo 3, esta política para a desvalorização foi realizada visando o estímulo às exportações.
 - No ano de 2013⁶⁰, as medidas que moderavam a entrada de recursos estrangeiros no país foram flexibilizadas, mesmo assim o câmbio desvalorizou devido ao aumento da aversão ao risco e da volatilidade nos mercados financeiros, em meio ao cenário de incertezas gerado pela redução dos estímulos monetários pelo *Federal Reserve* (Fed), que se traduziu em apreciação do dólar dos EUA em relação às moedas de importantes economias emergentes. Neste ano, tanto a elevação na taxa de câmbio, quanto a redução na Taxa Selic aconteceram em menores proporções que as observadas no ano anterior.
 - Em 2014, ao contrário dos dois anos anteriores, a Taxa Selic apresenta um aumento, com uma taxa de crescimento de 32,62%. Neste contexto, a desvalorização cambial ocorre em menor magnitude que em 2012 e 2013, com elevação de 9,07% na taxa de câmbio.

De modo geral, é possível distinguir três fases para a trajetória da taxa de câmbio brasileira no período de análise: a primeira vai de 1999 a 2003 e é constituída por desvalorizações cambiais; a segunda abrange o período de 2004 a 2011 que, com exceção apenas do ano de 2009, é estabelecida por sucessivas valorizações cambiais; e a terceira fase se inicia em 2012 e segue até 2014, exibindo uma nova trajetória de elevações na taxa de câmbio.

Com base nas comparações entre as variações ocorridas na taxa de câmbio e na Taxa Selic em cada um destes períodos, é notável que a taxa de juros não foi capaz de inverter por

⁶⁰No período em que esta monografia foi escrita, o Relatório Anual do Banco Central do Brasil para o ano de 2014 ainda não havia sido divulgado. Portanto, estas explicações para os fatores determinantes da taxa de câmbio se estenderão somente até o ano de 2013.

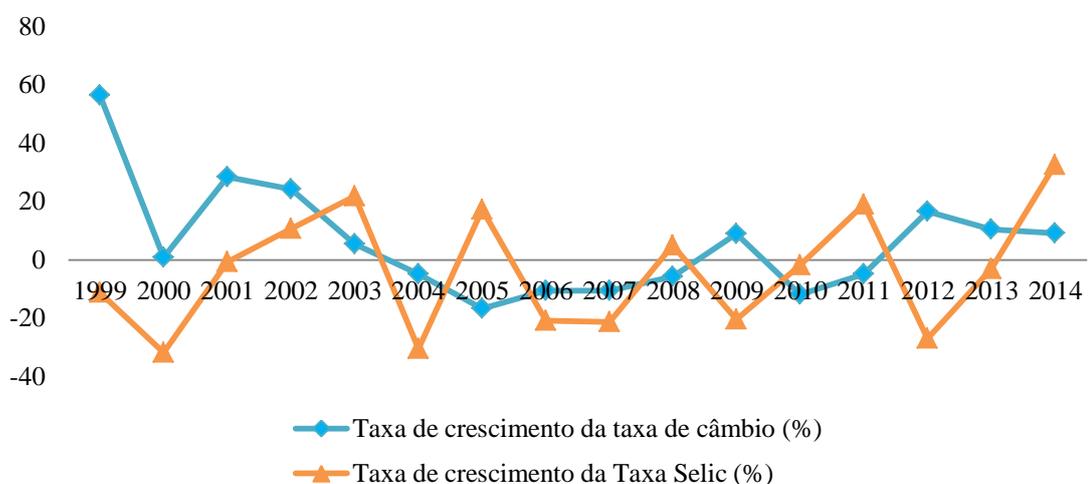
completo a direção destas fases, pois, a partir das informações apresentadas nos Boletins do Banco Central do Brasil, é possível apontar que a conjuntura econômica mundial, o nível de liquidez internacional, o grau do risco-país e as medidas de controle de reservas utilizadas pelo Bacen na política cambial, também exerceram fortes influências na determinação da taxa de câmbio. Grande exemplo é o período que vai de 2004 a 2008, no qual, embora a Taxa Selic tenha diminuído em quase todos os anos, o cenário econômico favorável comportou sucessivas valorizações cambiais.

Apesar disso, é possível observar que os dados sinalizam uma relação inversa entre a Taxa Selic e a taxa de câmbio, porque, nos períodos de redução da taxa básica de juros, a taxa de câmbio se elevou ou apresentou valorizações nas menores proporções de sua trajetória, quanto maior fosse a magnitude da diminuição da taxa básica de juros, e nos períodos de aumentos na Taxa Selic, a taxa de câmbio esteve em queda ou apresentou desvalorizações com as menores taxas de crescimento para sua fase, quanto maior fosse a proporção da elevação da Selic.

Usando novamente o período de 2004 a 2008 como exemplo, verifica-se que: i) o ano de 2005, que apresenta a maior taxa de crescimento da Selic neste período, também apresenta a maior valorização na taxa de câmbio; ii) quanto maiores foram reduções da Taxa Selic nos anos de 2004, 2006 e 2007, menores foram as reduções na taxa de câmbio

Para a observação da relação negativa sinalizada pelos dados para a Taxa Selic e a taxa de câmbio, no Gráfico 4.3 foram plotadas as taxas de crescimento de ambas as variáveis.

Gráfico 4.3 - Taxas de crescimento da Taxa Selic e da taxa de câmbio (1999-2014)



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

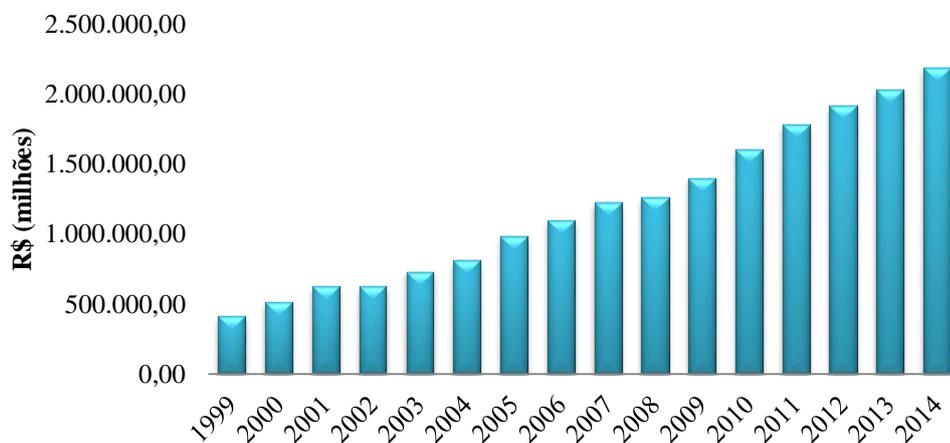
A partir do Gráfico 4.3, é possível observar que, ao longo de quase todo o período, a série que traça as taxas de crescimento da taxa de câmbio transita em trajetórias inversas às da série que ilustra as taxas de crescimento para a Selic, de modo elas se cruzam seguindo sentidos opostos.

Estabelecidas as análises sobre a taxa de câmbio do Brasil, no tópico seguinte será observada a trajetória da dívida pública que, ao contrário do investimento, do consumo e da taxa de câmbio, de acordo com as teorias que abordam os mecanismos de transmissão de política monetária, apresenta uma relação positiva com a taxa de juros.

4.4 A relação entre a política monetária e as contas públicas⁶¹

Conforme apresentado no Capítulo 2, para financiar as despesas que excedem o valor dos impostos arrecadados, o governo recorre ao lançamento de títulos do Tesouro Nacional. Estes títulos constituem a Dívida Mobiliária Federal Interna que, conforme ilustra o Gráfico 4.4, esteve em constante elevação entre os anos 1999 e 2014.

Gráfico 4.4 - Dívida Mobiliária Federal Interna, de 1999 a 2014



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

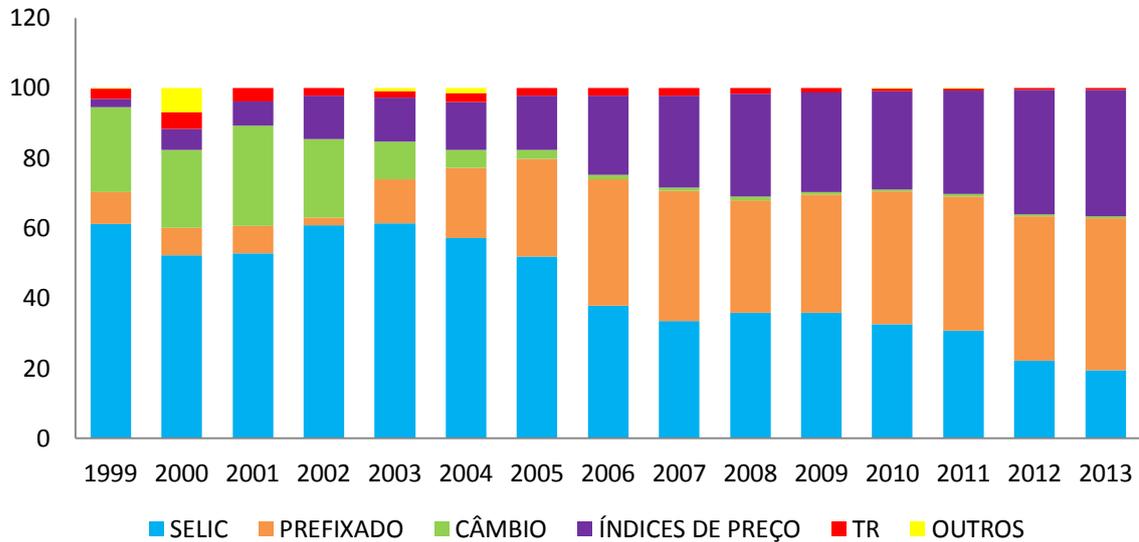
No Gráfico 4.5, encontram-se esboçadas as participações percentuais dos títulos públicos federais que constituem a dívida mobiliária interna por indexador.

Embora, entre os anos de 2010 e 2013, a participação dos títulos prefixados e indexados aos índices de preço tenham se elevado, é notável que a proporção dos títulos indexados à

⁶¹Os dados das contas públicas extraídos do Banco Central do Brasil se limitam apenas ao período de 1999 a 2013, pois, conforme exposto na nota de rodapé n.60, o Boletim Anual para o ano de 2014 ainda não havia sido divulgado no momento em que este trabalho foi escrito.

Taxa Selic foram bem representativos durante o período de análise, constituindo mais de 50% entre os anos de 1999 e 2005 e, em média, 30% a partir de 2006.

Gráfico 4.5 - Participação percentual dos títulos públicos federais por indexador (1999-2013)

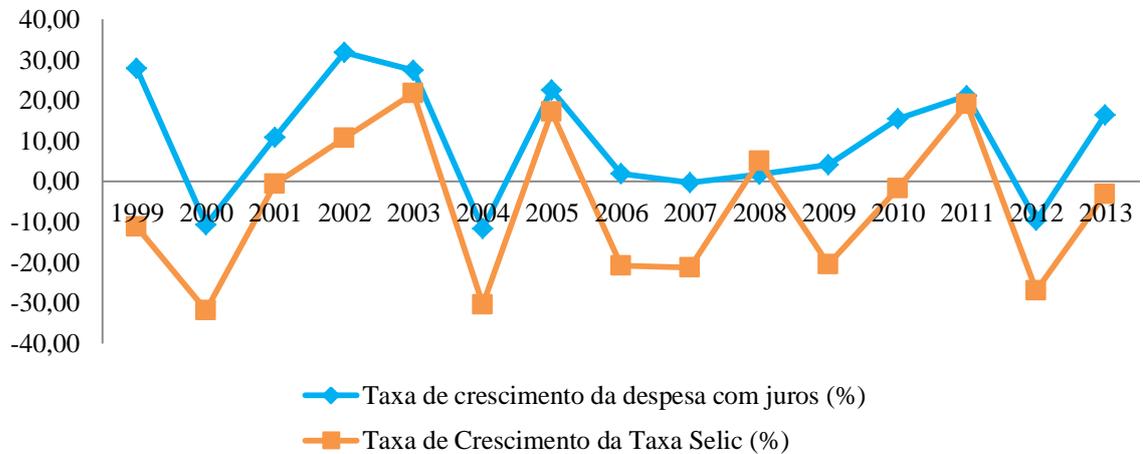


Fonte: Banco Central do Brasil, boletins diversos. Elaboração própria.

O resultado da representatividade dos títulos indexados à taxa básica de juros, é que a despesa de juros da dívida pública varia conforme as decisões de política monetária, ou seja, uma política monetária contracionista, com elevações na taxa de juros, afeta as contas públicas porque aumenta a despesa com juros da dívida pública.

Esta relação é notável no Gráfico 4.6, no qual estão delineadas as taxas de crescimento da despesa com juros da dívida pública e da Taxa Selic. No período de 1999 a 2013, as duas variáveis cresceram no mesmo sentido.

Gráfico 4.6 - Taxas de Crescimento da Taxa Selic e da despesa com juros da dívida pública (1999-2013)



Fonte: IPEADATA, Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

De acordo com a Tabela 4.5, em decorrência das despesas com juros da dívida pública, apesar de o resultado primário das contas do governo ter sido superavitário ao longo dos anos 1999 e 2013, o resultado nominal foi deficitário em todo este período.

Tabela 4.5 - Indicadores selecionados das contas públicas (% do PIB): 1999-2013

Ano	DLSP	Superávit Primário	Despesa com Juros	Déficit Nominal
1999	49,2	3,3	9,1	-5,8
2000	49,4	3,6	7,2	-3,6
2001	53,4	3,8	7,3	-3,5
2002	48,8	4,0	8,6	-4,7
2003	58,7	4,4	9,6	-5,2
2004	51,8	4,6	7,3	-2,7
2005	51,6	4,8	8,1	-3,3
2006	44,9	3,9	6,9	-3
2007	42,8	4,0	6,3	-2,3
2008	36	4,1	5,6	-1,5
2009	42,8	2,1	5,4	-3,3
2010	40,2	2,8	5,3	-2,5
2011	36,4	3,1	5,7	-2,6
2012	35,2	2,4	4,9	-2,5
2013	33,6	1,9	5,1	-3,3

Fonte: Banco Central do Brasil, boletins diversos. Elaboração própria.

Diante dessa perspectiva, é possível observar que os dados indicam uma relação entre a política monetária e as contas públicas. Apesar de, entre os anos 1999 e 2013, os superávits primários terem sido da ordem de 4% do PIB, em média, os déficits nominais atingiram os picos de 5,2 e 5,8% do PIB nos anos 1999 e 2003, respectivamente. Estes déficits estiveram associados às maiores despesas com juros da dívida do período de análise, 9,1% do PIB em 1999 e 9,6% do PIB em 2003, que, por vez, de acordo com a Tabela 4.1 correspondem aos anos dos maiores patamares observados para a Taxa Selic (25,59% a.a. em 2009 e 23,35% a.a. em 2003). O ano de 2003 também é destaque por ter sido o campeão para o nível da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que atingiu o nível de 58,7% do PIB.

Da mesma forma, os anos 2012 e 2013, que apresentaram os menores níveis para a Taxa Selic (8,49% a.a. e 8,22% a.a., respectivamente), também exibem os menores níveis para a despesa com juros da dívida (4,9 e 5,1% do PIB) e para a Dívida Líquida do Setor Público (35,2 e 33,6% do PIB).

Mesmo nos anos que apresentam os menores níveis para a Taxa Selic, a despesa com o pagamento de juros da dívida foi consideravelmente superior aos superávits primários verificados nas contas públicas, o que indica que o Governo Federal esteve em constante necessidade de fontes de financiamento no período. Isto justifica a elevação da Dívida Mobiliária Federal Interna ao longo do período de análise, pois, os dados permitem inferir que, para cobrir os recorrentes déficits nominais, o Governo precisou recorrer ao lançamento de novos títulos públicos que, por ocasião, ampliam a relação entre a taxa básica de juros e a dívida pública, uma vez que parcela significativa destes títulos é indexada pela Taxa Selic.

Com as observações contidas neste capítulo, se concretizam os objetivos desta pesquisa. Portanto, no próximo capítulo será apresentada a análise conclusiva acerca dos estudos realizados neste trabalho.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os estudos concretizados neste trabalho foram estabelecidos a partir de uma lógica indicada pela literatura para a realização do objetivo de analisar a política monetária brasileira a partir das variações na Taxa Selic e sua relação com os níveis de consumo, investimento, taxa de câmbio e dívida pública, ao longo do período que abrange os anos entre 1999 e 2014.

O referencial teórico sobre política monetária permitiu a compreensão de que sua importância para a economia reside na estabilidade consentida a partir do domínio que ela exerce sobre a inflação. Para este controle sobre o nível de preços, foi apresentado que os Bancos Centrais vêm optando por uma política monetária ativa, ou seja, baseada no estabelecimento de metas para a taxa básica de juros que, através dos mecanismos de transmissão de política monetária, afetam as decisões dos agentes econômicos, impactando nos determinantes da demanda agregada que, por vez, causam efeitos sobre a inflação. As teorias que abordam estes canais de difusão dos efeitos das decisões de política monetária para a economia comportam a explicação das formas como a taxa de juros estabelece vínculo com investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida pública.

A revisão histórica da trajetória da economia e das políticas econômicas no Brasil permitiu compreender que o ano de 1999 constitui um marco devido às transformações ocorridas na política monetária brasileira, pois nele foi instituído o Regime de Metas para a Inflação, a Taxa Selic se tornou a taxa de juros referencial da economia e o câmbio passou a ser flutuante, de modo que a taxa de juros se tornou único instrumento utilizado pelo Banco Central do Brasil para o controle dos agregados monetários no sentido de atingir as metas inflacionárias.

Sob o Regime de Metas, o controle sobre a taxa básica de juros foi capaz de manter a inflação dentro dos limites estabelecidos. Por outro lado, para atingir tal fim, a política monetária precisou ser oscilante, variando em função das diferentes conjunturas que afetaram a economia brasileira e, mesmo no ano de 2013, no qual a Taxa Selic se apresentou em seu menor patamar, o Brasil esteve entre os países líderes do ranking mundial das taxas de juros.

As comparações entre as variações na Taxa Selic e o comportamento das variáveis que são objeto de estudo desta monografia permitiram observar que a relação entre elas sinalizam ocorrer conforme apresentam as abordagens da literatura econômica, de modo que na maioria dos anos analisados as alterações nos níveis de investimento, consumo e taxa de câmbio tenderam a revelar uma relação inversa com as variações apresentadas pela Taxa Selic, e a dívida pública variou no mesmo sentido que a taxa básica de juros. Estes vínculos sinalizam

que, pelo menos no curto prazo, a política monetária brasileira exerceu influência sobre variáveis reais da economia, corroborando com a teoria monetária keynesiana.

Considerando a observação de que uma política monetária contracionista, baseada na elevação da Taxa Selic, indica causar impactos negativos sobre os níveis de investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida pública e a importância destas variáveis para a atividade econômica – uma vez que o investimento e o consumo influenciam nos níveis de produção e emprego, a taxa de câmbio determina a competitividade da indústria e o saldo do balanço de pagamentos, e o grau da dívida pública afeta a disponibilidade de recursos para os investimentos do governo em infraestrutura, educação e programas sociais –, é presumível que a sustentação da estabilidade de preços, através da manutenção da taxa de juros em níveis mais elevados que os padrões internacionais, conforme vem sendo apresentado no Brasil, compromete a economia do país.

Neste contexto, a partir dos estudos realizados neste trabalho, é possível sintetizar que, com a introdução do Regime de Metas de Inflação, a política monetária brasileira se destaca pela conquista do controle sobre a inflação, no entanto, a despeito das reduções realizadas na Taxa Selic, isto ainda vem sendo realizado ao custo de uma alta taxa de juros que, em função do vínculo que ela indica estabelecer com variáveis que determinam o aquecimento da economia, as contas públicas e os saldos do balanço de pagamentos, pode gerar prejuízos à atividade econômica. Logo, para a concretização da estabilização da economia brasileira, ainda há um desafio a ser cumprido, que é a redução da taxa de juros a patamares mais próximos aos verificados na grande maioria dos países.

É importante destacar que a finalidade deste trabalho foi observar o comportamento da trajetória dos níveis de investimento, consumo, taxa de câmbio e dívida pública em relação a Taxa Selic. Contudo, não se deve atribuir o comportamento destas variáveis somente às variações na Taxa Selic, pois existem outros fatores que devem influenciar em suas trajetórias, tais como as políticas fiscal e cambial, que podem ser contemplados em futuros estudos.

Por fim, cabe mencionar uma ressalva em relação à dificuldade de conciliar as informações apresentadas para a dívida pública. Os dados selecionados para esta variável foram extraídos dos Boletins Anuais do Banco Central do Brasil. Através comparação entre os dados expostos nos diferentes boletins, percebe-se que alguns apresentam divergências nos resultados divulgados. Portanto, as observações acerca das contas públicas podem conter certo viés, em função das várias alterações metodológicas nos cálculos do Banco Central do Brasil para as variáveis que as compõem.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALÉM, Ana C. **Macroeconomia: Teoria e prática no Brasil**. São Paulo: Elsevier, 2010.

ALMEIDA, Júlio G.; JACOB, Claudio; NOVAIS, Luis F. O desempenho econômico-financeiro das companhias abertas entre 2002-2007 e no ano de 2008. In: BIASOTO Jr., Geraldo; NOVAIS, Luis F.; FREITAS, Maria C. (orgs.). **Panorama das economias internacional e brasileira: dinâmica e impactos da crise global**. São Paulo: Fundap, p.172-197, 2009

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BAER, Werner. **Economia brasileira**. 2. ed. São Paulo: Nobel, 2002.

BALANÇO do governo Dilma: 23 pacotes econômicos e um pibinho. **Veja online**. 01 abril 2014. Disponível em: <<http://veja.abril.com.br/noticia/economia/balanco-do-governo-dilma-23-pacotes-economicos-e-um-pibinho/>>. Acesso em: 17 jun. 2015

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletins Anuais**. (1999-2013). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIMANO>>. Acesso em: 20 jul. 2015.

_____. **Copom**. Série “Perguntas mais frequentes”. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%203-Copom.pdf>>. Acesso em: 04 abr. 2015.

_____. **Copom: definição e histórico**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMHIST>>. Acesso em: 04 abr. 2015

_____. **Histórico das taxas de juros**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>>. Acesso em: 15 jun. 2015

_____. **Histórico de metas para a inflação no Brasil**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/metastabelametaseresultados.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2015

_____. **Relatório de Inflação**. Jun. 1999, p. 89-91. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/06/ri199906b4p.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2015.

_____. **Relatório de Inflação**. Mar. 2001. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2011&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 16 jun. 2015.

_____. **Relatório de Inflação**. Mar. 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2002&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 16 jun. 2015

_____. **Relatório de Inflação**. Set. 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2002&acaoAno=ABRIR&mes=09&acaoMes=ABRIR>>. Acesso em: 16 jun. 2015.

_____. **Regime de Metas para a Inflação no Brasil**. Série “Perguntas mais frequentes”. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2010->

Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil>. Acesso em: 10 abr. 2015

BARBOSA, Luis G. C. O Governo Lula e a política econômica brasileira: continuidade ou ruptura? **Revista Todavia**. Ano 3, n. 4. Rio Grande do Sul: UFRGS, p. 34-51, jul. 2012. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/revistatodavia/Ed.%204%20-%20Artigo%203.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2015.

BARBOZA, Ricardo M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 1, p. 133-155, jan./mar. 2015. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v35n1/0101-3157-rep-35-01-00133.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

BASTIAN, Eduardo F. Os Objetivos da Política Monetária em Perspectiva Histórica: um estudo a partir das experiências da Alemanha, Estados Unidos e da Inglaterra (1914-2000). In: Encontro regional da ANPUH-Rio: Memória e patrimônio, 14., 2010. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: <http://www.encontro2010.rj.anpuh.org/resources/anais/8/1276707878_ARQUIVO_Eduardo_F_Bastian_Artigo_ANPUH.pdf>. Acesso em: 09 abr. 2015.

CAGNIN, Rafael F.; PRATES, Daniela M.; FREITAS, Maria C. P. de; NOVAIS, Luís F. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos estudos**. n.97. São Paulo: CEBRAP, nov. 2013. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S0101-33002013000300011&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 17 jun. 2014.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Perguntas frequentes sobre poupança e investimentos**. Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/voce/poupanca-e-investimentos/perguntas-frequentes/Paginas/default.aspx>>. Acesso em 15 abr. 2015.

CARVALHO, Fernando J. C. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHILIATTO-LEITE, Marcos V. Teorias da Demanda Efetiva: Keynes, Kalecki e algumas implicações. In: Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. 3. 2010. **Anais eletrônicos...** São Paulo: AKB, 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/07.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2015.

COSTA, Edmilson. **Os 20 anos do Plano Real: Uma herança terrível para os trabalhadores brasileiros**. 2014. Disponível em: <http://resistir.info/brasil/plano_real_20_anos.html>. Acesso em: 03 abr. 2015

COSTA, Fernando N. **Economia Monetária e Financeira: Uma abordagem pluralista**. São Paulo: MAKRON Books, 1999.

COSTAS, Ruth. **Alta de juros terá impacto bilionário na dívida pública**. 2015. Disponível em: <http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2015/01/150121_juros_selic_ru>. Acesso em: 30 abr. 2015.

COUTO, Ana C. L. et al. Regime de Metas de Inflação no Brasil: características e algumas críticas aos seus principais fundamentos. **A Economia em Revista**. v. 18, n.2, p. 85-98, dez. 2010. Disponível em:

<<http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/EconRev/article/view/12935/8300>>. Acesso em 02 jun. 2015

COUTO, Cláudio G.; ABRUCIO, Fernando. O segundo governo FHC: coalizões, agendas e instituições. **Tempo Social**. v. 15, n. 2, São Paulo, nov.2003. Disponível em:

<http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-20702003000200011&script=sci_arttext>. Acesso em: 05 jun. 2015.

DORIA, Vinícius; FEUSTEL, Cláudio. **Copom extingue TBC e Tban e sobe Selic para 45% ao ano**. 1999. Disponível em:

<<http://www1.uol.com.br/economia/ultnot/ult040399055.htm>>. Acesso em: 20 abr. 2015.

ENTENDA a crise financeira que atinge a economia dos EUA. **Folha de São Paulo online**. São Paulo, 20 set. 2008. Disponível em <

<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/09/447052-entenda-a-crise-financeira-que-atinge-a-economia-dos-eua.shtml>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

ESCOSSIA, Carlos. **O que é política monetária**. 2009. Disponível em:

<<http://www.carlosecossia.com/2009/10/o-que-e-politica-monetaria.html>>. Acesso em: 9 fev. 2015.

FARIA, Aldecina P. S.; FIEL, Diogo R.; SILVA, Luana M. F. Governos FHC e Lula: diferenças e continuidades na política macroeconômica. In: Ciclo de Palestras em Ciências Sociais Aplicadas. 5. 2011. **Anais Eletrônicos...** Mato Grosso: Sinop, set. 2011. Disponível em: <<http://sinop.unemat.br/projetos/ciclodopalestrasemcsa/historico/5/04.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2015

FERRARI FILHO, Fernando. O plano FHC: da estabilização de curto prazo às reformas estruturais. **Revista Indicadores Econômicos**, v. 22, n.4, p. 56-62. Rio Grande do Sul: Fundação de Economia e estatística (FEE), 1999. Disponível em:

<<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/874/1153>>. Acesso em 01 jun. 2015.

FILGUEIRAS, L.; GONÇALVES, R.A **economia política do governo Lula**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007 apud LONGUINHOS, Marco A. A.; SILVA, Euber O. A política monetária brasileira nos anos de governo de FHC e Lula entre 1995 a 2010. In: Semana de Economia UESB. 12. 2013. **Anais Eletrônicos...** Bahia: UESB, 2013. Disponível em: <http://www.uesb.br/eventos/semana_economia/2013/?pagina=mesas>. Acesso em 02 jun. 2015

FONSECA, Marcos W. **Mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil: uma análise pós-regime de metas de inflação**. 2008. 222 f. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Federal do Paraná (UFPR), Curitiba, 2008. Disponível em:

<<http://www.economia.ufpr.br/Teses%20Doutorado/MARCOS%20WAGNER%20DA%20FONSECA.pdf>>. Acesso em 17 abr. 2015.

FRAGA, Arminio; GOLDFAJN, Illan. Política monetária no Brasil. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, dez. 2002, p. 117-120. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2002/12/ri200212b5p.pdf>> . Acesso em: 12 abr. 2015.

FRANÇA, Alexandre P.; GRASEL, Dirceu; PEREIRA, Benedito D. A influência da taxa de juros nos investimentos em capital fixo no setor privado no Brasil: 1996-2002. **Revista**

Estudos Sociais, ano 5, n.9, p. 7-22, 2003. Disponível em: <<http://periodicoscientificos.ufmt.br/index.php/res/article/viewFile/189/179>>. Acesso em: 15 jul. 2015.

FREITAS, Paulo S. **A taxa de juros é a principal causa dos desequilíbrios macroeconômicos do Brasil** (e ainda, o Copom pode ser substituído por um computador)? 2011. Disponível em: <<http://www.brasil-economia-governo.org.br/2011/04/18/a-taxa-de-juros-e-a-principal-causa-dos-desequilíbrios-macroeconomicos-do-brasil-e-ainda-o-copom-pode-ser-substituido-por-um-computador/>>. Acesso em: 09 fev. 2015.

GALLE, Juliano M. O funcionamento do canal de empréstimos bancários considerando um diferencial entre taxas de juros de captação e concessão de crédito. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 27, n.1, p. 43-56, jul./dez. 2012. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/19683/13099>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

GAMEIRO, Isabel M.; SOARES, Carla; SOUSA, João. **Política monetária e estabilidade financeira: um debate em aberto**. Portugal: Banco de Portugal, Boletim Econômico, Tema de discussão, primavera 2011. Disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/BdP%20Publicaes%20de%20Investigao/AB201100_p.pdf>. Acesso em: 06 jul. 2015.

GARCIA, Márcio G. P.; DIDIER, Tatiana. Taxa de juros, Risco Cambial e Risco Brasil. In: IPEA. **Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE)**, v. 33, n. 2, p. 253-296, ago. 2003. Disponível em: <<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/92/67>>. Acesso em: 10 Jul. 2015.

GIAMBIAGI, Fábio et al. **Economia brasileira contemporânea**. 10. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GONÇALVES, Reinaldo. Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMAN, Renato (Org). **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1996 apud GUIMARÃES JR., José V. **Um estudo das crises cambiais experimentadas pela economia brasileira na segunda metade da década de 90, a partir do efeito contágio**. 2006. 120 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal da Paraíba (UFPB). João Pessoa, 2006. Disponível em: <http://www.ccsa.ufpb.br/ppge/arquivos/dissertacoes/GUIMARAES_JUNIOR_2005.pdf>. Acesso em: 02 jun. 2015.

GONTIJO, Cláudio. **Os mecanismos de transmissão da política monetária: uma abordagem teórica**. Belo Horizonte: CEDEPLAR/UFMG, Texto para discussão, n. 321, 2007. Disponível em: <<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20321.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

GREMAUD, Amaury P. et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

GUIMARÃES, Edyvar. Prosopografia – uma aproximação do método de pesquisa histórico aplicado aos “pais do Plano Real”. In: Colóquio do Grupo de Estudos de Teoria Política. 2. 2014. **Anais eletrônicos...** Espírito Santo: UFES, p.55-65, 2014. Disponível em: <<http://periodicos.ufes.br/getpol/article/view/8160/5820>>. Acesso em: 02 jun. 2015

GUIMARÃES JR., José V. **Um estudo das crises cambiais experimentadas pela economia brasileira na segunda metade da década de 90, a partir do efeito contágio**. 2006. 120 f.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal da Paraíba (UFPB). João Pessoa, 2006. Disponível em: <http://www.ccsa.ufpb.br/ppge/arquivos/dissertacoes/GUIMARAES_JUNIOR_2005.pdf>. Acesso em: 02 jun. 2015.

HALUSKA, Guilherme. **Uma análise da política econômica no governo Dilma**. 2014. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/uma-analise-da-politica-economica-no-governo-dilma/>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

HERBELHA, Denis. **Política econômica**. 2012. Disponível em: <<https://economiafenix.wordpress.com/tag/politica-monetaria/>>. Acesso em: 9 fev. 2015.

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Despesa de consumo das famílias – Valores correntes**. Disponível em: <<http://serieestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?no=1&op=2&vcodigo=ST29&t=despesa-consumo-familias-brvalores-correntes>>. Acesso em: 19 jul. 2015.

_____. **Formação bruta de capital fixo – Valores correntes**. Disponível em: <<http://serieestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?no=1&op=2&vcodigo=ST53&t=formacao-bruta-capital-fixobrvalores-correntes>>. Acesso em: 19 jul. 2015.

IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Brasil em Desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas**. v. 1 em 3. Brasília: IPEA, 2010. Disponível em: <http://semanaculturaviva.cultura.gov.br/linhadotempo/pdf/publicacoes/SCC/Brasil_Desenvolvimento_Estado_Planejamento_v1_2010.pdf>. Acesso em 10 jun. 2015.

LEITE, Alexandre C. C. A conciliação impossível entre dívida pública e a política monetária conduzida pelo Regime de Metas Inflacionárias. **Reuna**, v.10, nº 2, p. 11-20, maio/ago. 2005. Disponível em: <<http://revistas.una.br/index.php/reuna/article/view/51/72>>. Acesso em: 30 abr. 2015

LEITE, Karla V. B. S.; ALMEIRA, Águida C. S. Aspectos Políticos e Teóricos da Relação entre Taxa de Juros, Inflação e Déficit Público. In: Encontro Internacional da AKB, 5., 2012. **Anais Eletrônicos...** São Paulo, 2012. Disponível em: <http://www.akb.org.br/upload/140820121139322197_Vanessa%20Leite.pdf>. Acesso em: 09 abr. 2015.

LOPES, Francisco. O mecanismo de transmissão da política monetária numa economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 17, n.3, p. 5-11, jul./set. 1997. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/67-1.pdf>>. Acesso em 20 abr. 2015.

LONGUINHOS, Marco A. A.; SILVA, Euber O. A política monetária brasileira nos anos de governo de FHC e Lula entre 1995 a 2010. In: Semana de Economia UESB. 12. 2013. **Anais Eletrônicos...** Bahia: UESB, 2013. Disponível em: <http://www.uesb.br/eventos/semana_economia/2013/?pagina=mesas>. Acesso em 02 jun. 2015.

LOPES, João do C.; ROSSETTI, José P. **Economia monetária**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998

MACHADO, Caroline C.; MONTES, Gabriel C. Efeitos da credibilidade e da reputação sobre a taxa SELIC e a transmissão da política monetária para o investimento agregado pelo canal dos preços dos ativos. In: IPEA. **Pesquisa e planejamento econômico (PPE)**, v. 44 , n. 2, p.

241-287, ago. 2014. Disponível

em:<<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/view/1449/1149>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

MARTINS, João P. C. B. **As interações entre a Política Monetária e o Mercado de Capitais**. 2007. 63 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2007. Disponível em: <<http://tcc.bu.ufsc.br/Economia293719>>. Acesso em: 06 jul. 2015.

MDIC, Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. **Conheça o INOVAR-AUTO**. Disponível em:

<http://inovarauto.mdic.gov.br/InovarAuto/public/inovar.aspx;jsessionid=h02GVM8Gpz1GxJJBmNcCy8vK86CwLYvypJY85Shdkp5JjsqZnJt1!-385084080?_adf.ctrl-state=d2ibn44a1_4>. Acesso em: 20 jun. 2015.

MENDONÇA, Helder F. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Economia e sociedade**, Campinas, v.16, p. 65-81, jun.2001.

MESQUITA, Mário. **A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo**. 2014. Disponível em: < <http://cdpp.org.br/novo/wp-content/uploads/2014/12/CAP%C3%8DTULO-1.pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

MISHKIN, Frederic S. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 3-10, Fall 1995. Disponível em: <<http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.9.4.3>>. Acesso em: 15 abr. 2015

MODENESI, André de M.; MODENESI, Rui L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 3, p. 389-411, jul./set. 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v32n3/03.pdf>>. Acesso em: 01 jul. 2015

MONTES, Gabriel C. Política monetária, inflação e crescimento econômico: a influência da reputação da autoridade monetária sobre a economia. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n.2, p. 237-259, ago. 2009. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=683&tp=a>> . Acesso em: 09 abr. 2015.

MOREIRA, Edison M. Política monetária: Bacen eleva a taxa Selic no segundo semestre de 2004, para controlar as pressões inflacionária na economia. **Indicadores Econômicos - FEE**, v. 32, n. 4, p. 39-52, Porto Alegre, mar. 2005. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/download/2506/2900>>. Acesso em: 15 jul. 2015.

MUSSE, Ricardo; PISSARDO, Carlos. **A política econômica do governo Dilma**. 2014. Disponível em: <<http://blogdaboitempo.com.br/2014/05/09/a-politica-economica-do-governo-dilma/>>. Acesso em: 16 jun. 2015.

NORONHA, Luis E. P. **O Canal cambial de transmissão da política monetária no regime de metas de inflação no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/datacenterie/pdfs/pos/tesesdissertacoes/Dissertacao_Luis_Eduardo_Noronha.pdf>. Acesso em 17 abr. 2015.

NOVAES, Marina. **Vitória de Dilma faz de Lula o grande vencedor desta eleição**. 2010. Disponível em: <<http://noticias.r7.com/eleicoes-2010/noticias/vitoria-de-dilma-faz-de-lula-o-grande-vencedor-desta-eleicao-20101101.html>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

NUNES JR., James C. Indexação, expurgos, inflação e distribuição de renda. **Revista de Economia Política**, v. 4, n.3, jul./set.1984. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/15-9.pdf>>. Acesso em 01 jul. 2015

OLIVEIRA, Gesner; TUROLLA, Frederico. Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas. **Tempo Social**. v. 15, n. 2. São Paulo: USP, nov.2003. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/ts/article/view/12409/14186>>. Acesso em: 01 jun. 2015

OMAR, Jabr H. D. Taxa de juros: comportamento, determinação e implicações para a economia brasileira. **Revista Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, set./dez. 2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482008000300003&script=sci_arttext>. Acesso em: 06 jul. 2015

PAES, Tânia A. G. **Análise da eficácia da política monetária brasileira sob o regime de metas para inflação (1999-2013)**. 2014. 99 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pepi/dissertacoes/Dissertao_mestrado_Final_TANIA_AP_GOMES_PAES.pdf>. Acesso em: 06 jul. 2015

PEREIRA, José M. **A estabilidade da economia brasileira está ameaçada?** 2014. Disponível em:<<http://www.jb.com.br/sociedade-aberta/noticias/2014/07/05/a-estabilidade-da-economia-brasileira-esta-ameacada/>>. Acesso em: 01 jul. 2015.

PEREIRA, Luis C. B. O governo Dilma frente ao “tripé macroeconômico” e à direita liberal e dependente. **Novos Estudos**. n. 95. São Paulo: CEBRAP, março 2013. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=s0101-33002013000100001&script=sci_arttext>. Acesso em: 15 jun. 2015.

PIRES, Manoel C. C.; ANDRADE, Joaquim P. **Uma análise da transmissão da política monetária e o canal da dívida pública com aplicação aos dados brasileiros**. Rio de Janeiro: IPEA, Texto para discussão, n.1379, fev. 2009. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1379.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2015.

POCHMAN, Marcio. **O trabalho na crise econômica no Brasil: primeiros sinais**. Estudos Avançados, v. 23, n.66, São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-40142009000200004&script=sci_arttext>. Acesso em: 13 jun. 2015

POHLMANN, Éverton L.; TRICHES, Divanildo. Análise do desempenho da política monetária no Brasil após o Plano Real. **Perspectiva Econômica**. v.4, n.2. p. 22-43, jul./dez. 2008. Disponível em: <http://www.revistas.unisinos.br/index.php/perspectiva_economica/article/view/4328/1587>. Acesso em 02 jun. 2015.

REZENDE, Ricardo P. **Uma análise das políticas macroeconômicas do governo FHC, governo LULA**. 2009, 56 f. Monografia (Graduação em Ciências econômicas) –

Universidade federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2009. Disponível em: <<http://tcc.bu.ufsc.br/Economia291727>>. Acesso em: 15 jun. 2015.

ROSSI, Carla; GUEDES FILHO, Ernesto M. **Inflação nas décadas de 80 e 90 e os planos de estabilização**. São Paulo: FEBRABAN, 2007. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/7rof7swg6qmyvwjcfwf7i0asdf9jyv/sitefebraban/3a_tendencias.pdf>. Acesso em: 01 jun. 2015.

SALVALÁGIO, Alessandra V. S. **Análise e evolução da taxa Selic meta em relação à taxa Selic efetiva e seus reflexos sobre a dívida pública interna**. 2006, 103 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2006. Disponível em: <<http://tcc.bu.ufsc.br/Economia295499>>. Acesso em: 10 maio 2015.

ROQUE, Leandro. **A taxa SELIC: o que é, como funciona e outras considerações**. 2009. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=355>>. Acesso em: 14 abril 2015.

_____. **Uma breve história do Plano Real, aos seus 18 anos**. 2012. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1294>>. Acesso em: 30 maio 2015.

ROCHA, André. **As Cias geradoras de valor pelo q de Tobin**. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2917742/cias-geradoras-de-valor-pelo-q-de-tobin>>. Acesso em: 13 abr. 2015.

SOUZA, Ênio B. M. **Por que a inflação não cai mais rápido?** 2006. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/469845/noticia.htm?sequence=1>>. Acesso em: 15 maio 2015.

SANTOS, Gustavo. **A política econômica de Dilma no primeiro mandato foi correta**. 2014. Disponível em: <<http://www.brasil247.com/pt/247/artigos/163742/A-pol%C3%ADtica-econ%C3%B4mica-de-Dilma-no-primeiro-mandato-foi-correta.htm>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

TAVARES, Ronnie G.; TAVARES, Márcia F. T. Títulos públicos federais e suas formas de precificação. In: SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública, a experiência brasileira**. 2009, p. 307-337. Disponível em: <http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/Parte%203_2.pdf>. Acesso em: 03 maio 2015.

UP TREND. **Rankings Mundiais de Juros**. Mai.2013/dez.2014. Disponíveis em: <<http://moneyou.com.br/>>. Acesso em: 14 jul. 2015.

VASCONCELLOS, Marco A. S. **Economia Micro e Macro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ANEXO 1 – Histórico das metas estabelecidas pelo Copom para a Taxa Selic, entre 1999 e 2014

Data da Reunião	Viés	Período de Vigência	Meta para a SELIC (% a.a.)	Taxa SELIC (% a.a.)
18/01/1999	-	19/01/1999 - 04/03/1999	25	37,34
04/03/1999*	Baixa	05/03/1999 - 24/03/1999	45	44,95
	Uso/Baixa	25/03/1999 - 05/04/1999	42	41,96
	Uso/Baixa	06/04/1999 - 14/04/1999	39,5	39,42
14/04/1999	Baixa	15/04/1999 - 28/04/1999	34	33,92
	Uso/Baixa	29/04/1999 - 07/05/1999	32	31,91
	Uso/Baixa	10/05/1999 - 12/05/1999	29,5	29,53
	Uso/Baixa	13/05/1999 - 19/05/1999	27	26,96
19/05/1999	Baixa	20/05/1999 - 08/06/1999	23,5	23,36
	Uso/Baixa	09/06/1999 - 23/06/1999	22	21,92
23/06/1999	Baixa	24/06/1999 - 28/07/1999	21	20,88
28/07/1999	-	29/07/1999 - 01/09/1999	19,5	19,51
01/09/1999	-	02/09/1999 - 22/09/1999	19,5	19,52
22/09/1999	-	23/09/1999 - 06/10/1999	19	19,01
06/10/1999	Baixa	07/10/1999 - 10/11/1999	19	18,87
10/11/1999	-	11/11/1999 - 15/12/1999	19	18,99
15/12/1999	-	16/12/1999 - 19/01/2000	19	19
19/01/2000	-	20/01/2000 - 16/02/2000	19	18,87
16/02/2000	-	17/02/2000 - 22/03/2000	19	18,88
22/03/2000	Baixa	23/03/2000 - 28/03/2000	19	18,94
	Uso/Baixa	29/03/2000 - 19/04/2000	18,5	18,6
19/04/2000	-	20/04/2000 - 24/05/2000	18,5	18,55
24/05/2000	-	25/05/2000 - 20/06/2000	18,5	18,39
20/06/2000	Baixa	21/06/2000 - 07/07/2000	17,5	17,34
	Uso/Baixa	10/07/2000 - 19/07/2000	17	16,96
19/07/2000	-	20/07/2000 - 23/08/2000	16,5	16,51
23/08/2000	-	24/08/2000 - 20/09/2000	16,5	16,54
20/09/2000	-	21/09/2000 - 18/10/2000	16,5	16,6
18/10/2000	-	19/10/2000 - 22/11/2000	16,5	16,56
22/11/2000	-	23/11/2000 - 20/12/2000	16,5	16,38

Continua

Continuação do Anexo 1

Data da Reunião	Viés	Período de Vigência	Meta para a SELIC (% a.a.)	Taxa SELIC (% a.a.)
20/12/2000	-	21/12/2000 - 17/01/2001	15,75	15,76
17/01/2001	-	18/01/2001 - 14/02/2001	15,25	15,19
14/02/2001	-	15/02/2001 - 21/03/2001	15,25	15,2
21/03/2001	-	22/03/2001 - 18/04/2001	15,75	15,84
18/04/2001	-	19/04/2001 - 23/05/2001	16,25	16,3
23/05/2001	-	24/05/2001 - 20/06/2001	16,75	16,76
20/06/2001	Baixa	21/06/2001 - 18/07/2001	18,25	18,31
18/07/2001	-	19/07/2001 - 22/08/2001	19	18,96
22/08/2001	-	23/08/2001 - 19/09/2001	19	19,04
19/09/2001	-	20/09/2001 - 17/10/2001	19	19,07
17/10/2001	-	18/10/2001 - 21/11/2001	19	19,05
21/11/2001	-	22/11/2001 - 19/12/2001	19	19,05
19/12/2001	-	20/12/2001 - 23/01/2002	19	19,05
23/01/2002	-	24/01/2002 - 20/02/2002	19	19,05
20/02/2002	-	21/02/2002 - 20/03/2002	18,75	18,8
20/03/2002	-	21/03/2002 - 17/04/2002	18,5	18,45
17/04/2002	-	18/04/2002 - 22/05/2002	18,5	18,35
22/05/2002	-	23/05/2002 - 19/06/2002	18,5	18,07
19/06/2002	Baixa	20/06/2002 - 17/07/2002	18,5	18,4
17/07/2002	-	18/07/2002 - 21/08/2002	18	17,86
21/08/2002	Baixa	22/08/2002 - 18/09/2002	18	17,87
18/09/2002	-	19/09/2002 - 14/10/2002	18	17,9
14/10/2002	-	15/10/2002 - 23/10/2002	21	20,9
23/10/2002	-	24/10/2002 - 20/11/2002	21	20,9
20/11/2002	-	21/11/2002 - 18/12/2002	22	21,9
18/12/2002	-	19/12/2002 - 22/01/2003	25	24,9
22/01/2003	-	23/01/2003 - 19/02/2003	25,5	25,36
19/02/2003	-	20/02/2003 - 19/03/2003	26,5	26,3
19/03/2003	Alta	20/03/2003 - 23/04/2003	26,5	26,32
23/04/2003	-	24/04/2003 - 21/05/2003	26,5	26,32
21/05/2003	-	22/05/2003 - 18/06/2003	26,5	26,27
18/06/2003	-	19/06/2003 - 23/07/2003	26	25,74
23/07/2003	-	24/07/2003 - 20/08/2003	24,5	24,32

Continua

Continuação do Anexo 1

Data da Reunião	Viés	Período de Vigência	Meta para a SELIC (% a.a.)	Taxa SELIC (% a.a.)
20/08/2003	-	21/08/2003 - 17/09/2003	22	21,84
17/09/2003	-	18/09/2003 - 22/10/2003	20	19,84
22/10/2003	-	23/10/2003 - 19/11/2003	19	
19/11/2003	-	20/11/2003 - 17/12/2003	17,5	17,32
17/12/2003	-	18/12/2003 - 21/01/2004	16,5	16,32
21/01/2004	-	22/01/2004 - 18/02/2004	16,5	16,3
18/02/2004	-	19/02/2004 - 17/03/2004	16,5	16,28
17/03/2004	-	18/03/2004 - 14/04/2004	16,25	16,09
14/04/2004	-	15/04/2004 - 19/05/2004	16	15,8
19/05/2004	-	20/05/2004 - 16/06/2004	16	15,79
16/06/2004	-	17/06/2004 - 21/07/2004	16	15,79
21/07/2004	-	22/07/2004 - 18/08/2004	16	15,83
18/08/2004	-	19/08/2004 - 15/09/2004	16	15,9
15/09/2004	-	16/09/2004 - 20/10/2004	16,25	16,23
20/10/2004	-	21/10/2004 - 17/11/2004	16,75	16,71
17/11/2004	-	18/11/2004 - 15/12/2004	17,25	17,23
15/12/2004	-	16/12/2004 - 19/01/2005	17,75	17,74
19/01/2005	-	20/01/2005 - 16/02/2005	18,25	18,25
16/02/2005	-	17/02/2005 - 16/03/2005	18,75	18,75
16/03/2005	-	17/03/2005 - 21/04/2005	19,25	19,24
20/04/2005	-	22/04/2005 - 18/05/2005	19,5	19,51
18/05/2005	-	19/05/2005 - 15/06/2005	19,75	19,75
15/06/2005	-	16/06/2005 - 20/07/2005	19,75	19,73
20/07/2005	-	21/07/2005 - 17/08/2005	19,75	19,75
17/08/2005	-	18/08/2005 - 14/09/2005	19,75	19,74
14/09/2005	-	15/09/2005 - 19/10/2005	19,5	19,48
19/10/2005	-	20/10/2005 - 23/11/2005	19	18,98
23/11/2005	-	24/11/2005 - 14/12/2005	18,5	18,49
14/12/2005	-	15/12/2005 - 18/01/2006	18	18
18/01/2006**	-	19/01/2006 - 08/03/2006	17,25	17,26
08/03/2006	-	09/03/2006 - 19/04/2006	16,5	16,5
19/04/2006	-	20/04/2006 - 31/05/2006	15,75	15,72
31/05/2006	-	01/06/2006 - 19/07/2006	15,25	15,18

Continua

Continuação do Anexo 1

Data da Reunião	Viés	Período de Vigência	Meta para a SELIC (% a.a.)	Taxa SELIC (% a.a.)
19/07/2006	-	20/07/2006 - 30/08/2006	14,75	14,67
30/08/2006	-	31/08/2006 - 18/10/2006	14,25	14,17
18/10/2006	-	19/10/2006 - 29/11/2006	13,75	13,67
29/11/2006	-	30/11/2006 - 24/01/2007	13,25	13,19
24/01/2007	-	25/01/2007 - 07/03/2007	13	12,93
07/03/2007	-	08/03/2007 - 18/04/2007	12,75	12,68
18/04/2007	-	19/04/2007 - 06/06/2007	12,5	12,43
06/06/2007	-	07/06/2007 - 18/07/2007	12	11,93
18/07/2007	-	19/07/2007 - 05/09/2007	11,5	11,43
05/09/2007	-	06/09/2007 - 17/10/2007	11,25	11,18
17/10/2007	-	18/10/2007 - 05/12/2007	11,25	11,18
05/12/2007	-	06/12/2007 - 23/01/2008	11,25	11,18
23/01/2008	-	24/01/2008 - 05/03/2008	11,25	11,18
05/03/2008	-	06/03/2008 - 16/04/2008	11,25	11,18
16/04/2008	-	17/04/2008 - 04/06/2008	11,75	11,63
04/06/2008	-	05/06/2008 - 23/07/2008	12,25	12,17
23/07/2008	-	24/07/2008 - 10/09/2008	13	12,92
10/09/2008	-	11/09/2008 - 29/10/2008	13,75	13,66
29/10/2008	-	30/10/2008 - 10/12/2008	13,75	13,65
10/12/2008	-	11/12/2008 - 21/01/2009	13,75	13,66
21/01/2009	-	22/01/2009 - 11/03/2009	12,75	12,66
11/03/2009	-	12/03/2009 - 29/04/2009	11,25	11,16
29/04/2009	-	30/04/2009 - 10/06/2009	10,25	10,16
10/06/2009	-	11/06/2009 - 22/07/2009	9,25	9,16
22/07/2009	-	23/07/2009 - 02/09/2009	8,75	8,65
02/09/2009	-	03/09/2009 - 21/10/2009	8,75	8,65
21/10/2009	-	22/10/2009 - 09/12/2009	8,75	8,65
09/12/2009	-	10/12/2009 - 27/01/2010	8,75	8,65
27/01/2010	-	28/01/2010 - 17/03/2010	8,75	8,65
17/03/2010	-	18/03/2010 - 28/04/2010	8,75	8,65
28/04/2010	-	29/04/2010 - 09/06/2010	9,5	9,4
09/06/2010	-	10/06/2010 - 21/07/2010	10,25	10,16
21/07/2010	-	22/07/2010 - 01/09/2010	10,75	10,66

Continua

Continuação do Anexo 1

Data da Reunião	Viés	Período de Vigência	Meta para a SELIC (% a.a.)	Taxa SELIC (% a.a.)
01/09/2010	-	02/09/2010 - 20/10/2010	10,75	10,66
20/10/2010	-	21/10/2010 - 08/12/2010	10,75	10,66
08/12/2010	-	09/12/2010 - 19/01/2011	10,75	10,66
19/01/2011	-	20/01/2011 - 02/03/2011	11,25	11,17
02/03/2011	-	03/03/2011 - 20/04/2011	11,75	11,67
20/04/2011	-	21/04/2011 - 08/06/2011	12	11,92
08/06/2011	-	09/06/2011 - 20/07/2011	12,25	12,17
20/07/2011	-	21/07/2011 - 31/08/2011	12,5	12,42
31/08/2011	-	01/09/2011 - 19/10/2011	12	11,9
19/10/2011	-	20/10/2011 - 30/11/2011	11,5	11,4
30/11/2011	-	01/12/2011 - 18/01/2012	11	10,9
18/01/2012	-	19/01/2012 - 07/03/2012	10,5	10,4
07/03/2012	-	08/03/2012 - 18/04/2012	9,75	9,65
18/04/2012	-	19/04/2012 - 30/05/2012	9	8,9
30/05/2012	-	31/05/2012 - 11/07/2012	8,5	8,39
11/07/2012	-	12/07/2012 - 29/08/2012	8	7,89
29/08/2012	-	30/08/2012 - 10/10/2012	7,5	7,39
10/10/2012	-	11/10/2012 - 28/11/2012	7,25	7,14
28/11/2012	-	29/11/2012 - 16/01/2013	7,25	7,14
16/01/2013	-	17/01/2013 - 06/03/2013	7,25	7,12
06/03/2013	-	07/03/2013 - 17/04/2013	7,25	7,16
17/04/2013	-	18/04/2013 - 29/05/2013	7,5	7,4
29/05/2013	-	30/05/2013 - 10/07/2013	8	7,9
10/07/2013	-	11/07/2013 - 28/08/2013	8,5	8,4
28/08/2013	-	29/08/2013 - 09/10/2013	9	8,9
09/10/2013	-	10/10/2013 - 27/11/2013	9,5	9,4
27/11/2013	-	28/11/2013 - 15/01/2014	10	9,9
15/01/2014	-	16/01/2014 - 26/02/2014	10,5	10,4
26/02/2014	-	27/02/2014 - 02/04/2014	10,75	10,65
02/04/2014	-	03/04/2014 - 28/05/2014	11	10,9
28/05/2014	-	29/05/2014 - 16/07/2014	11	10,9
16/07/2014	-	17/07/2014 - 03/09/2014	11	10,9
03/09/2014	-	04/09/2014 - 29/10/2014	11	10,9

Continua

Conclusão do Anexo 1

Data da Reunião	Viés	Período de Vigência	Meta para a SELIC (% a.a.)	Taxa SELIC (% a.a.)
29/10/2014	-	30/10/2014 - 03/12/2014	11,25	11,15
03/12/2014	-	04/12/2014 - 21/01/2015	11,75	11,65

Fonte: Banco Central do Brasil

* 04/03/1999 foi a data em que a Taxa Selic passa a ser a taxa referencial básica da economia.

** Até 2005 o COPOM realizava reuniões mensalmente. A partir de 2006 o COPOM passou a efetuar apenas 8 reuniões por ano, ocorridas num intervalo de aproximadamente 6 semanas (45dias).