

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO - UFPE

Centro Acadêmico do Agreste - CAA

Curso de Ciências Econômicas

RENATA MEIRIELLY CAVALCANTI SILVA CELESTINO

**UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO ENTRE A TAXA SELIC E A INFLAÇÃO
NA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1999-2014**

CARUARU-PE

2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO - UFPE

Centro Acadêmico do Agreste - CAA

Curso de Ciências Econômicas

**UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO ENTRE A TAXA SELIC E A INFLAÇÃO
NA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1999-2014**

Monografia apresentada pela aluna Renata Meirielly Cavalcanti Silva Celestino como requisito parcial para a conclusão do Curso de Graduação em Economia, sob a orientação da Prof^ª. Dr^ª. Lucilena F. Castanheira Corrêa.

CARUARU-PE
2016

Catálogo na fonte:
Bibliotecária – Simone Xavier CRB/4 - 1242

C392a Celestino, Renata Meirielly Cavalcanti Silva.
Uma análise do comportamento entre a taxa SELIC e a inflação na economia brasileira no período 1999-2014. / Renata Meirielly Cavalcanti Silva Celestino. – 2016.
78f. il. ; 30 cm.

Orientadora: Lucilena Ferraz Castanheira Corrêa
Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) – Universidade Federal de Pernambuco, CAA, Economia, 2016.
Inclui Referências.

1. Inflação - metas - Brasil. 2. Política monetária - Brasil. 3. Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Brasil). I. Corrêa, Lucilena Ferraz Castanheira (Orientadora). II. Título.

330 CDD (23. ed.)

UFPE (CAA 2016-209)



**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:**

RENATA MEIRIELLY CAVALCANTI SILVA CELESTINO

A comissão examinadora composta pelos professores abaixo, sob a presidência do primeiro, considera a candidata RENATA MEIRIELLY CAVALCANTI SILVA CELESTINO **APROVADA.**

Caruaru-PE, 11 de agosto de 2016.

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

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

Prof. Msc. José Valdecy Guimarães Júnior
NG/UFPE/CAA

AGRADECIMENTOS

Nenhuma conquista seria possível se Deus não tivesse me concedido o dom da vida e a oportunidade de ter ao meu lado todas as pessoas que citarei ao longo desse texto, por isso, a Ele ofereço todo meu agradecimento não só pela vida, mas por tudo que me foi concedido até aqui. Obrigada por ser fiel a minha vida, por me guiar nos momentos mais difíceis, me amparar e me fazer seguir em frente durante todas as vezes que pensei em desistir. A Ele toda honra e Glória.

Agradeço a meus pais Reginaldo e Almira, pelo amor, incentivo e apoio incondicional. A eles eu dedico essa e todas as vitórias da minha vida. Agradeço-lhes por toda dedicação e esforço que tiveram para me criar, educar e oferecer o melhor para a minha vida, abrindo mão de seus sonhos, para que os meus pudessem se tornar realidade.

A meu irmão Roger pelo companheirismo e imenso amor.

Aos meus primeiros mestres, o PhD. João Rufino e a Msc. Adriana Melo, professores da Faculdade de Formação de Professores da Mata Sul, expressei minha sincera admiração e estima a estes educadores, pela atenção irrestrita e apoio no desenvolvimento das competências para a elaboração do meu trabalho acadêmico em minha primeira graduação. A eles agradeço por todos os ensinamentos que contribuíram para a construção desta segunda vitória.

A minha orientadora, a Dr^a. Lucilena Ferraz Castanheira Corrêa, parte essencial deste trabalho, que conduziu com maestria todas as suas orientações, sempre fornecendo todo o suporte necessário quando precisei. Por sempre mostrar onde errei e ensinar que um trabalho bem executado exige tempo, esforço e muita dedicação. Minha gratidão e admiração.

A todos os professores do Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Pernambuco, do Centro Acadêmico do Agreste, pelos conhecimentos transmitidos, que me fizeram admirar ainda mais esta ciência tão ampla e ao mesmo tempo tão singular, em especial, a professora de Técnicas de Pesquisa em Economia e meu Coorientador, Msc. Rosa Kato e Msc. Márcio Miceli, respectivamente, pelo apoio durante a primeira etapa desta pesquisa.

Aos professores que aceitaram participar da banca avaliadora, Msc. Márcio Miceli e Msc. José Valdecy, obrigada pelas sugestões que foram muito importantes para enriquecer ainda mais minha pesquisa.

A Prof^a. Dr^a Monaliza Ferreira, também professora da UFPE, por confiar a mim o trabalho de Monitora na disciplina de Microeconomia III, durante três semestres. Grata pela oportunidade!

A Sr^a Maria Marlucia de Assis Santos, Prefeita do Município de Maraial que forneceu o transporte para ida ao campus da Universidade, bem como a oportunidade estágio na Secretaria de Finanças.

A meu amigo e Coorientador II, Emerson Santos, sempre a disposição quando preciso desde o dia em que nos conhecemos até hoje.

As minhas amigas e companheiras de curso Poliana, Fanielly, Vivianne, Deysiane e Marília que dividiram comigo esta história e que me incentivaram durante a trajetória acadêmica. Sem elas o caminho teria sido muito mais árduo e difícil. Agradeço por esses quatro anos e seis meses juntas, por cada trabalho, por ser apoio em momentos difíceis, pela união que nos fez forte sempre, por dividir sorrisos e aflições. De vocês tenho a certeza de que jamais esquecerei.

A Lucas Souza pela criação dos sites “Ciências Econômicas” fornecendo todo o seu material didático para consulta.

Aos meus amigos e companheiros de transporte Laís, Rubinho, Bruno e Mayara, que por três anos me acompanharam nessa jornada, dividindo alegrias e dificuldades todos os dias, durante as viagens de Maraial à Caruaru.

UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO ENTRE A TAXA SELIC E A INFLAÇÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1999-2014

RESUMO

Esta pesquisa tem por objetivo analisar a evolução e a trajetória da taxa Selic e sua relação com a inflação na economia brasileira entre os anos de 1999 e 2014. Para a sua realização foram utilizados dados sobre a meta da taxa Selic fixada nas reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM) e da taxa de inflação através do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) que é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A metodologia utilizada é caracterizada por uma pesquisa exploratória com base no levantamento bibliográfico e registro documental. Com esta pesquisa foi possível compreender que a condução da política monetária brasileira através de seu principal instrumento, a Selic, foi amplamente utilizada entre 1999 e 2014 com o intuito de obter níveis aceitáveis de inflação para a economia, uma vez que o Banco Central atuando de forma restritiva ou expansionista promovia alterações nesta variável conforme as expectativas do mercado sobre a evolução do IPCA e seu comportamento, buscando sempre cumprir a meta estabelecida pelo CMN. Os dados mostram que os maiores níveis preços ocorreram durante a segunda gestão FHC, comparativamente aos governos de Lula e Dilma, que além de acumularem menores taxas de inflação, também registraram menores percentuais no tocante aos grupos que compõem o IPCA, com deflação em alguns momentos.

Palavras-chave: Taxa Selic; Inflação; Política Monetária; Metas de Inflação.

ABSTRACT

This research aims to analyze the evolution and trajectory of the Selic rate and its relation to inflation in the Brazilian economy between 1999 and 2014. For its realization were used data on the Selic rate set at meetings of the Committee Monetary Policy (COPOM) and inflation rate abeam of the Broad Consumer Price Index (IPCA), which is calculated by the Brazilian Institute of Geography and Statistics (IBGE). The methodology is characterized by an exploratory research based on bibliographical and documentary record. This research was possible to understand that the conduct of the Brazilian monetary policy through its main instrument, the Selic, was widely used between 1999 and 2014 in order to obtain acceptable levels of inflation for the economy, since the Central Bank acting restrictive or expansionist way promoting changes in this variable as market expectations about the evolution of the IPCA and behavior, always seeking to meet the target set by the CMN. The data show that the highest price levels occurred during the second Cardoso administration, compared to Lula's governments and Dilma, who in addition to accumulate lower inflation also registered lower percentage in relation to the groups that make up the IPCA, with deflation at times.

Keywords: Selic rate; Inflation; Monetary policy; Inflation Targets.

ÍNDICE DE FIGURA

Figura 2.1: Taxas de juros reais e nominais.....	21
---	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1: Comportamento da taxa de câmbio (US\$) entre janeiro de março de 1999.....	32
Gráfico 3.2: Evolução da Taxa Selic Fixada nas Reuniões do COPOM entre 1999 e 2014...	34
Gráfico 3.3: Evolução da taxa de câmbio (US\$) entre janeiro e junho de 2003.....	37
Gráfico 4.1: Selic fixada pelo COPOM versus IPCA acumulado em 12 meses (1999-2014).	56
Gráfico 4.2: IPCA por grupos - variação percentual acumulada no ano (1999-2014).....	60

ÍNDICE DE TABELA

Tabela 4.1: Histórico de Metas para a Inflação no Brasil (1999-2014)	53
---	----

LISTA DE SIGLAS

BACEN - Banco Central do Brasil

BCE - Banco Central Europeu

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CMN - Conselho Monetário Nacional

COPOM - Comitê de Política Monetária

FED - Federal Reserve

FHC - Fernando Henrique Cardoso

FMI - Fundo Monetário Internacional

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPCA - Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

LULA - Luiz Inácio Lula da Silva

PAEG - Plano de Ação Econômica do Governo

PEM - Programa de Estabilização Monetária

PIB - Produto Interno Bruto

PSB - Partido Socialista Brasileiro

PSDB - Partido da Social Democracia Brasileira

PT - Partido dos Trabalhadores

SELIC - Sistema Nacional de Liquidação e Custódia

URV - Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	14
1.1. Objetivos	18
1.1.1. Objetivo Geral	18
1.1.2. Objetivos Específicos	18
1.3. Estrutura da Monografia	19
2. UMA REVISÃO DA LITERATURA SOBRE O PAPEL DA TAXA DE JUROS NA TEORIA ECONÔMICA	20
2.1. A Relação entre Inflação, Taxas de Juros Nominais e Taxas de Juros Reais no Mercado Financeiro	20
2.1.1. Efeito Fisher	22
2.1.2. Evidências Empíricas da Relação Entre Juros e Inflação	26
3. A POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA A PARTIR DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO (1999-2014)	30
3.1. Governado Presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC)	31
3.2. Governo Luís Inácio Lula da Silva (Lula)	36
3.3. Governo da Presidente Dilma Vana Rousseff	45
4. A TRAJETÓRIA DA TAXA SELIC E O COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO ...	52
4.1. O Histórico da Relação entre a Inflação e Taxa de Juros (Selic) entre 1999 a 2014 .	52
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	66
ANEXO	73

1. INTRODUÇÃO

A trajetória econômica do Brasil é marcada pela ocorrência de longos períodos de alta inflação. Até o advento do Plano Real, foram raras e curtas, as fases em que os preços apresentaram elevações às taxas anuais de um dígito. Economistas e historiadores documentam que desde o século XIX a inflação tem sido predominante. Contudo, foi no decorrer do século XX, que esse fenômeno ganhou notoriedade, tornando-se mais agudo após a Primeira Grande Guerra, especialmente após a recuperação da Depressão de 1929, registrando entre 1934 e 1939 um aumento acumulado pouco superior a 23%. Na década seguinte, ocorreu o que se pode designar como explosão inflacionária, com um crescimento médio de 12,2% a.a. nos preços entre 1940 e 1949, iniciando a fase de taxas médias anuais de dois dígitos¹ (CARDOSO, 2007; LOPES; ROSSETTI, 2005; MUNHOZ, 1997).

Entre o período que se estende de 1958 a 1967, o gradualismo² tornou-se a diretriz fundamental dos mais importantes planos de estabilização brasileira. Diante dessa perspectiva, Bastian et. al. (2014), mencionam que em 1958 durante a presidência Juscelino Kubitschek foi empregado pela primeira vez um Programa de Estabilização Monetária (PEM), onde se propunha combater a inflação sem envolver políticas que levariam a recessão da economia. Reaparecendo, em seguida, no Plano Trienal (1962) durante o mandato de João Goulart e no Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) de 1964 na ditadura militar.

As ações do PEM e do Plano Trienal não conseguiram evitar que no início da década de 1960 os preços chegassem a níveis ainda mais elevados. A partir do segundo trimestre de 1964, esse problema tornou-se uma das principais metas da política econômica, devido à alta taxa apresentada naquele ano. Com a adoção de medidas fiscais, monetárias e de controle direto dos preços o governo conseguiu frear a inflação no período 1964-1973. Após esse período de queda, voltou a se tornar um problema em 1974, apresentando uma situação ainda mais crítica entre 1976 e 1979 (LOPES; ROSSETTI, 2005).

Segundo Munhoz (1997), ao ingressar na década de 80, o Brasil já havia acumulado uma das mais longas experiências de instabilidade monetária considerando o período pós-

¹ Para uma melhor compreensão referente a esse período, bem como os dados em relação ao nível da inflação, ver, por exemplo, Munhoz (1997). “Inflação Brasileira: os ensinamentos desde a crise dos anos 30”. Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v.1, jan/jun., 1997. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%201/REC_1.1_03_Inflacao_brasileira_os_ensinamentos_desde_a_crise_dos_anos_30.pdf>.

² Segundo Pastore e Almonacid (1975), essa foi a forma utilizada para atingir a estabilidade com menores custos em termos de queda do crescimento do produto real.

guerra, com taxas de inflação tão elevadas que chegaram a três dígitos, mostrando que os preços dispararam, mesmo com as medidas de contenção implantadas ainda nesta década³.

Segundo Vieira (2013), para dar continuidade à condução da política econômica de combate a inflação, o governo lançou uma série de planos econômicos, destacando-se: Plano Cruzado I e II (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991) ⁴. Sobre esse contexto, Gremud et. al. (2010) explica que a cada novo plano, eram incorporadas novas características para que não ocorressem os mesmos erros do plano anterior. No entanto, todas essas tentativas foram fracassadas, e não conseguiu atingir seu principal objetivo acabar com a inflação.

Diante desse contexto, no ano de 1993, foi lançada uma nova proposta de estabilização para a economia brasileira, o Plano Real. Esse plano, também diagnosticava que a inflação brasileira tinha um forte caráter inercial⁵, porém sua defesa estava embasada na simulação dos efeitos de uma hiperinflação com duas moedas, uma boa e outra ruim, sendo que a primeira substituiria a última ao longo do tempo (GREMAUD ET. AL., 2010).

De acordo com Giambiagi et. al. (2011), a concepção do Plano Real foi dividida em três fases distintas: na primeira etapa ocorreu o ajuste fiscal para estabelecer o equilíbrio das contas do governo; a segunda ficou conhecida como a fase da desindexação, com a introdução da Unidade Real de Valor (URV); a última estabeleceu a reforma monetária que instituiu o real,⁶sendo esta nova moeda ancorada na política cambial⁷.

Com a introdução da nova moeda, a política econômica tornou-se mais restritiva. As autoridades monetárias mantiveram elevadas as taxas de juros para combater a inflação e atrair o capital externo para sustentar a estabilidade da moeda, a fim de cobrir o déficit da

³ Prefixação da taxa de câmbio e da correção monetária, e introdução de um redutor sobre as taxas de juros.

⁴ Os planos econômicos de estabilização lançados a partir da década de 1980 e que antecederam o Plano Real não são objetivo de estudo nesta pesquisa, assim, para maiores informações sobre a concepção e resultados ver, por exemplo, Gremaud et. al. (2010) ou Giambiagi et. al. (2011).

⁵ Para diagnosticar a inflação do tipo inercial é preciso considerar dois componentes no processo inflacionário: os choques, que alteram o patamar inflacionário, e a tendência, que faz com que a taxa de inflação se perpetue em dado patamar. Para um plano de combate a inflação inercial ter êxito, o principal componente deve ser a tendência, garantindo que após o seu rompimento, não se verifiquem choques na economia, ou que existam mecanismos para que os efeitos dos choques possam ser desfeitos e não levem a aceleração inflacionária (GREMAUD ET. AL., 2010).

⁶ Em 1º de julho de 1994, a Unidade Real de Valor, conhecida como URV foi convertida em uma nova moeda. A partir de então entrava em vigor o real, fixada a uma taxa de conversão de R\$1,00 para CR\$ 2.750,00 (valor da URV em 30 de junho). Além disso, também ficou estabelecido um teto máximo de R\$ 1,00/US\$ 1,00 para a taxa cambial (SOUZA, 2008).

⁷ A âncora cambial é um recurso de política econômica utilizado para estabilizar o valor de uma moeda mantendo o seu valor fixo na taxa cambial. Esse instrumento é empregado em casos de inflação acelerada ou hiperinflação juntamente com outras políticas para estabilizar os preços e as desvalorizações da moeda (SANDRONI, 1999).

conta corrente⁸ na balança de pagamentos e gerar aumento nas reservas internacionais. A entrada de capital estrangeiro na economia permitia uma apreciação cambial, no entanto, deteriorava a balança comercial, devido ao aumento das importações e a desaceleração do crescimento das exportações (BAER, 2002; OMAR, 2008).

Diante dessa perspectiva, em 1996, foi instituído o Comitê de Política Monetária (COPOM)⁹ com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária brasileira e definir a taxa de juros, para controle dos níveis de preço no mercado (BACEN, 2012).

Desde sua criação, o regulamento do COPOM vem sofrendo alterações no que se refere ao seu objetivo, periodicidade das reuniões, composição, atribuições e competências de seus integrantes. Essas alterações têm como finalidade aperfeiçoar o processo decisório no âmbito do Comitê e representam as mudanças do regime monetário (BACEN, 2012).

Carvalho et al. (2007, p. 142) explica que

além de determinar a taxa de juros, o COPOM estabelece o chamado viés - que pode ser de baixa, de alta ou neutro. Por exemplo, quando é estabelecida uma determinada taxa de juros com viés de baixa, isso significa que o presidente do BACEN está autorizado pelo COPOM a reduzir a taxa de juros se assim achar conveniente antes da próxima reunião ordinária deste organismo. Quando o viés é neutro, não há autorização concedida ao presidente do BACEN. Contudo, o presidente do BACEN sempre poderá convocar uma reunião extraordinária do COPOM para alterar a taxa de juros.

Através do Decreto nº 3.088, em 1999, o governo aderiu ao sistema de metas para inflação. A partir deste decreto foram estabelecidos alguns pontos principais: (i) fixar as metas para inflação, representada por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação; (ii) ao Conselho Monetário Nacional (CMN)¹⁰ fixar as metas e os respectivos intervalos de tolerância (mediante proposta do Ministro da Fazenda); (iii) ao Banco Central do Brasil, executar as políticas necessárias para cumprir as metas fixadas; (iv) considera-se que a meta foi cumprida quando a inflação acumulada do ano - medida pelo índice de preços escolhido pelo CMN - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância (BACEN, 1999).

⁸ Déficit em conta corrente ou déficit em transações correntes é resultado negativo do somatório entre a balança comercial, a balança de serviços e transferências unilaterais do balanço de pagamentos (SANDRONI, 1999).

⁹ O Comitê de Política Monetária (COPOM) foi instituído em 20 de junho de 1996. Ver: definição e histórico. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/copom/a-hist.asp>>. Acesso em: 08 abr. 2015.

¹⁰ O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional. Sendo composto por: Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil (BACEN). Os serviços de secretaria do CMN são exercidos pelo BACEN. A este órgão são determinam-se as seguintes competências: estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial. Disponível em: <<http://www1.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp>>. Acesso em: 15 nov. 2015

Conforme Ferreira e Marques (2010), a partir da implementação do sistema de metas para inflação, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)¹¹ tornou-se a medida oficial da inflação. Além disso, a Taxa Básica e a Taxa de Assistência, ambas do Banco Central do Brasil (BACEN), foram substituídas por uma única taxa básica de juros denominada Sistema Nacional de Liquidação e Custódia (Selic). A escolha da Selic deve-se à sua referência entre as demais taxas do mercado. Esta variável é definida para as operações realizadas com títulos públicos de emissão do Governo Federal (NETO, 2005).

De início, a taxa básica de juros era revista mensalmente pelo COPOM. A partir de 2006, houve uma mudança na periodicidade, sendo esta reduzida para oito vezes ao ano, considerando as taxas observadas de inflação e, principalmente, as expectativas coletadas entre os analistas do sistema financeiro privado (FERREIRA; MARQUES, 2010).

O sistema de metas de inflação é apontado por muitos estudiosos como uma melhor alternativa para a condução da política monetária, uma vez que apresenta muitas vantagens, dentre as quais se destacam: (i) um aumento na credibilidade da autoridade monetária que passar a ter uma maior responsabilidade na condução de sua política econômica, bem como uma maior comunicação com o público; (ii) reduz a probabilidade de que o Banco Central caia em uma armadilha, o que pode contribuir para convergir as expectativas de inflação futura para a meta de inflação; e (iii) permite uma melhor compreensão por parte do público, aumentando a transparência dos atos da autoridade monetária (MISHKIN, 2000 *apud* OREIRO; NEVES, 2008).

De acordo com Souza (2007) a adoção do sistema de metas de inflação está na busca pela estabilidade de preços. No entanto, esse sistema não é bem avaliado para muitos estudiosos no tema. Para os críticos desse sistema, a política monetária pode ser utilizada em conjunto com as demais políticas econômicas para se atingir níveis socialmente aceitáveis e tecnicamente sustentáveis de emprego e inflação. Entende-se que a política monetária pode está sendo subutilizada caso esteja voltada apenas para manter a inflação sob controle (CARVALHO ET. AL., 2007).

Seguindo este breve contexto, esta pesquisa será realizada para analisar a evolução e o comportamento da trajetória da taxa Selic e sua relação com a inflação na economia brasileira nos últimos anos. Esse estudo contribuirá com informações importantes sobre o tema, visto que a variável em análise, a taxa básica de juros, ao ser utilizada como

¹¹ Produzido pelo IBGE desde 1979, este índice mede a variação do custo de vida das famílias com chefes assalariados e com rendimento mensal compreendido entre 1 e 40 salários mínimos mensais. Disponível em: <<http://dados.gov.br/dataset/indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo-ipca>>. Acesso em: 10 out. 2015.

instrumento de política econômica, não afeta apenas o nível inflação da economia, mas também, variáveis macroeconômicas importantes como: a taxa real de juros, investimento, consumo, desemprego, taxa de câmbio e produto. Ou seja, como o lado financeiro pode influenciar o lado real da economia. No entanto, o foco de análise da pesquisa estará apenas no comportamento taxa Selic conforme a trajetória apresentada pela inflação durante o período de análise.

Assim o referido estudo fará uso de uma metodologia exploratória de dados coletados, tais como: (i) taxa Selic fixada nas reuniões periódicas do Comitê de Política Monetária (COPOM); (ii) Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o qual é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), uma vez que este índice é a medida tornou-se a medida oficial da inflação desde a adoção do sistema de metas, sendo utilizado como referência para a meta anual estabelecida pelo CMN.

1.1. Objetivos

1.1.1. Objetivo Geral

Analisar a evolução e a trajetória da taxa Selic e sua relação com o comportamento inflação na economia brasileira entre os anos de 1999 e 2014, período que abrange o segundo Governo Fernando Henrique Cardoso e os Governos de Luiz Inácio Lula da Silva e Dilma Rousseff.

1.1.2. Objetivos Específicos

- Apresentar uma revisão bibliográfica sobre o papel da taxa de juros na teoria econômica, destacando a relação entre inflação, taxas de juro real e nominal com base no Efeito Fisher;
- Analisar a Política Monetária Brasileira a partir da adoção do sistema de metas de inflação, verificando como às autoridades monetárias vem alterando a taxa básica de juros Selic para conter a inflação entre 1999 até 2014;
- Verificar a trajetória da taxa Selic e o comportamento da inflação, a partir dos dados expositivos.

1.3. Estrutura da Monografia

O presente trabalho encontra-se dividido em quatro capítulos e tem como objetivo analisar o comportamento da taxa Selic e inflação na da economia brasileira. O primeiro capítulo é introdutório e apresenta uma breve explicação sobre o problema da inflação na economia brasileira, além de destacar os objetivos da pesquisa, a justificativa pela escolha do tema e a metodologia. O capítulo seguinte apresenta uma revisão bibliográfica sobre as principais teorias econômicas que tratam do comportamento da taxa de juros em relação às variáveis macroeconômicas.

O terceiro capítulo discorre sobre a política monetária brasileira a partir da adoção do sistema de metas de inflação. Para isso, será demonstrado como a atuação do Segundo Governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso, dos Governos de Luiz Inácio Lula da Silva e o Primeiro Governo Dilma Rousseff e como esses governos vêm adotando medidas para alterar a taxa Selic com objetivo de conter a inflação brasileira.

O quarto capítulo apresenta uma discussão sobre a taxa Selic e o comportamento da inflação considerando o período da economia brasileira analisado no terceiro capítulo desta pesquisa, ressaltando o seu foco estará apenas no comportamento da inflação conforme a trajetória apresentada pela Selic, sem análises de outras variáveis que possam impactar na inflação. Por fim, último capítulo, traz as considerações finais sobre o trabalho realizado, considerando os objetivos que foram propostos para esta pesquisa.

2. UMA REVISÃO DA LITERATURA SOBRE O PAPEL DA TAXA DE JUROS NA TEORIA ECONÔMICA

A taxa de juros é uma das variáveis mais importantes para o desempenho de uma economia. Seu comportamento tende afetar tanto as decisões de consumo e investimento que devem ser tomadas pelos agentes econômicos, como a magnitude do déficit público (excesso de despesas sobre as receitas), o fluxo de recursos externos para a economia, a taxa de câmbio e a competitividade dos produtos do país (GREMAUD ET. AL., 2010).

Diante dessa perspectiva, os mentores da política econômica trabalham para manter a taxa de juros em um nível que contribua ao bom funcionamento da economia. Sendo este um dos instrumentos utilizado pelo Banco Central como método de controle do processo inflacionário, e peça fundamental na condução da política monetária brasileira.

2.1. A Relação entre Inflação, Taxas de Juros Nominais e Taxas de Juros Reais no Mercado Financeiro

De acordo com Gremaud et. al. (2010), a taxa de juros pode ser vista sob a ótica do custo de um empréstimo ou o retorno de uma aplicação. Salientando que é preciso considerar a diferença entre os ganhos reais e nominais em relação a esta variável. Esses autores apresentam essa distinção através das taxas de juros real e nominal, uma vez que essas duas variáveis são muito importantes para a economia, pois estas taxas têm diferentes influências entre os agregados macroeconômicos.

A taxa de juro real afeta as decisões intertemporais de poupança e investimento na economia. O comportamento da taxa de juros exerce uma função importante na dinâmica dos preços dos ativos ao longo do tempo. Um dos problemas centrais no estudo do mercado financeiro é tentar compreender esse comportamento e outras variáveis, como a inflação [...] (BERUMENT; JELASSI, 2002 *apud* SAMPAIO, 2010, p. 1).

Blanchard (2007) explica que a taxa de juros expressa em termos de moeda nacional são chamadas de taxa de juros nominal, enquanto que as taxas impressas nas seções de economia e negócios por meio de jornais são as taxas nominais de juros. Por exemplo, quando dizemos que a taxa das letras do Tesouro Nacional de um ano equivalem a 4,6%, estamos querendo dizer que para cada real que o governo toma emprestado com a emissão de letras do Tesouro de um ano, está prometendo pagar R\$ 1,046 daqui a um ano. Desse modo, se a taxa

de juros nominal para um determinado for 10%, tomar emprestado R\$ 1 neste ano corresponderá que se pague $1 + 0,10$ no ano seguinte. O autor também ressalta que as taxas de juros expressas em termos de uma cesta de bens são denominadas taxa de juros real. Assim, quando se toma um empréstimo, que se leva em conta é a quantidade de bens que o indivíduo necessitará abrir mão no futuro em troca do bem adicional que será adquirido hoje.

Para definir as taxas de juros real e nominal de um modo mais preciso, Blanchard (2007) utiliza as equações da figura a seguir:

Figura 2.1: Taxa de juros reais e nominais.

Definição – taxa de juros nominal de um ano		
Este ano R\$ 1	→	Próximo ano R\$ (1 + it)
Definição – taxa de juros real de um ano		
Este ano R\$ 1	→	Próximo ano R\$ (1 + rt)
Relação entre ambas		
1 bem ↓		$R\$ (1 + it) = \frac{P_t}{P^e_{t+1}}$
R\$ P_t	→	R\$ (1 + it) P_t bens

Fonte: Blanchard (2007, p. 275).

Onde:

P^e_{t+1} → o preço de um determinado bem esperado para o ano seguinte, considerando a notação “e” como a expectativa em relação ao preço do bem para o ano seguinte;

i → taxa nominal de juros;

r → taxa real de juros e,

P_t → valor a ser tomado emprestado.

Utilizando a título de exemplo uma economia hipotética onde existe apenas um bem: o feijão, cujo preço do quilo é R\$ 1,00 (P_t). Para aquisição de um quilo a mais desse bem hoje, toma-se emprestado o valor P_t , terá que pagar daqui a um ano R\$ (1 + i) P_t , ou seja, o valor da aquisição mais os juros nominais do período. Utilizando o conceito apresentado na Figura 2.1 para este exemplo e considerando que após a aquisição de um empréstimo deve-se

preocupar não com os valores expressos em reais, mas sim com a conversão de reais em cesta de bens (neste caso o feijão) para o ano seguinte. Considerando esta economia, a inflação esperada é definida como a variação do preço do feijão em reais entre esse ano e o seguinte, dividida pelo preço do feijão em reais este ano, conforme apresentado pela equação seguinte (SALVALÁGIO, 2006):

$$\pi_t^e = \frac{P_{t+1}^e - P_t}{P_t} \quad (1)$$

Na opinião de Mishkin (2000) a taxa de juros real é o indicador mais preciso das condições do mercado de crédito, comparativamente a nominal que reflete o verdadeiro custo do empréstimo, sendo ajustadas as mudanças esperadas para o nível de preços. Complementando essa análise, Lanzana (2008) pondera que a diferença entre as taxas de juros nominal e a taxa de juros real, é a inflação. A primeira está relacionada à taxa que é cobrada (ou paga) independentemente da inflação, enquanto que a segunda é aquela que resulta após ser descontada a inflação, podendo ser negativa¹². Essa relação entre as taxas de juros e a taxa inflação é conhecida como efeito Fisher.

2.1.1. Efeito Fisher

Na literatura existem vários estudos empíricos que analisam a relação entre as taxas de juros e a inflação. Nas últimas décadas, Mishkin (1992), Crowder e Hoffman (1996), King e Watson (1997), desenvolveram trabalhos sobre este tema. Essa relação conhecida como efeito Fisher informa que a taxa nominal de juros equivale à soma entre as taxas de juros real e a inflação. Esse efeito é “a base de muitos modelos teóricos que levará à neutralidade da moeda, e é importante para entender os movimentos das taxas nominais de juros”. Os resultados dos estudos empíricos sobre o efeito Fisher variam conforme o período e o país a ser analisado (SAMPAIO, 2010, p. 1).

Sobre esse aspecto há uma discussão empírica que considera uma relação de um para um entre as taxas juros de nominal e inflação, por exemplo, um aumento de 1% na taxa de inflação provocará um aumento de 1% na taxa nominal de juros, por isso não haverá grandes variações na taxa de juros reais. Desse modo, uma inflação elevada deverá ser compensada

¹²Caso a taxa nominal de juros esteja inferior à inflação em um determinado período.

por uma maior taxa nominal de juros, mantendo a taxa de juros reais em equilíbrio (CARNEIRO; DIVINO; ROCHA, 2003; MANKIW, 1997; SAMPAIO, 2010).

Para explicar esse efeito utiliza-se a equação de Fisher¹³ (CARNEIRO; DIVINO; ROCHA, 2003):

$$i = r + \pi^e \quad (2)$$

Onde:

i → a taxa de juros nominal;

r → a taxa de juros real e,

π^e → a taxa de inflação esperada para um determinado período de tempo. Esta equação mostra que a taxa de juros nominal pode variar por causa de modificações na taxa real ou de inflação. Desse modo, serfor determinado pelo equilíbrio no mercado de bens e serviços, i acompanhará simultaneamente a inflação esperada.

A representação sobre o efeito Fisher mais utilizada na maioria dos estudos é através da equação (2). A vantagem de se trabalhar por meio desta equação é que a mesma transmite um relacionamento linear que não ignora “o termo que envolve o produto cruzado entre a taxa de inflação e a taxa de juros real”, visto que este fator é de suma importância para economias que experimentam alta inflação (CARNEIRO; DIVINO; ROCHA, 2003, p. 83).

Sobre esta equação, Blanchard (2007, p. 276) apresenta algumas implicações:

- a) Quando a taxa de inflação esperada é igual à zero, as taxas de juros reais e nominais são iguais;
- b) Como a taxa de inflação esperada é normalmente positiva, a taxa real de juros é normalmente mais baixa do que a taxa nominal de juros;
- c) Para uma dada taxa nominal de juros, quanto mais elevada for a taxa de inflação esperada, menor será a taxa real de juros.

Sob a suposição de que a taxa de juros real é gerada através de um processo estacionário e que a diferença entre a taxa de inflação esperada e a taxa de inflação observada

¹³Esta equação recebe este nome devido a uma homenagem ao economista Irving Fisher (1867-1947).

seja representada por um termo estacionário ruído branco¹⁴, a equação (2) pode ser aproximada do seguinte modo:

$$i_t = \alpha + \beta \pi_t^e + \varepsilon_t \quad (3)$$

Onde:

α → logaritmos de 1 mais a taxa de juros real de longo prazo;

π_t^e → logaritmo de 1 mais a taxa de inflação esperada e,

ε → soma de componentes estacionários que representam os erros das expectativas de inflação e os choques de média zero que afetariam a taxa de juros real no período t .

Portanto, sendo $\beta = 1$, na equação (3) a taxa de juros nominal acabará acompanhando simultaneamente π^e , o que implica na existência de um equilíbrio estável de longo prazo entre i_t^e e π_t^e ¹⁵ (CARNEIRO; DIVINO; ROCHA, 2003, p. 83).

Ainda sobre a análise da equação (2), Mishkin (2000) esclarece que a equação de Fisher estipula que a taxa de juros real equivale à taxa de juros nominal menos a taxa de inflação:

$$r = i - \pi^e \quad (4)$$

Utilizando um exemplo hipotético é possível verificar essa definição apresentada por Mishkin (2000) sobre a equação de Fisher. Considerando uma situação na qual é realizado um empréstimo simples de um ano com uma taxa de juros de 5% a.a. Neste caso, espera-se que o nível de preços aumente em 3% durante o período de vigência do empréstimo. Ao final do ano adquire-se 2% a mais em termos reais, ou seja, o tomador do empréstimo terá um ganho real de 2%; isto é,

$$r = 5\% - 3\% = 2\%$$

¹⁴ O termo aplica-se a uma sequência de erros (ou choques) aleatórios, sempre que esta tiver média e variância constante e sem autocorrelação. Por conveniência, utiliza-se a média como sendo zero, porém, seria possível especificar uma série ruído branco com média diferente de zero. Um ruído branco é temporalmente homogêneo, estacionário e sem dependência temporal.

¹⁵ Relação investigada através de técnicas de cointegração originalmente propostas por Engle e Granger (1987) e Johansen (1988).

conforme indicado pela definição de Fisher. Através do exemplo é possível compreender que a uma taxa de juros real baixa, o tomador de empréstimo tem uma vantagem em detrimento daquele que está na qualidade de emprestador. Portanto, há mais incentivos para pedir empréstimos e menos incentivos para concedê-los.

Uma implicação dessa equação decorre da hipótese de Fisher, que diz que as variações da taxa nominal de juros refletem integralmente as variações da taxa de inflação esperada. Embora a taxa nominal de juros se eleve com a elevação das expectativas de inflação, estimativas empíricas que não sugerem uma relação de um para um. Existem duas explicações básicas para isso: a primeira refere-se ao fato de a taxa nominal de juros na equação de Fisher não incluir impostos e a segunda refere-se à dificuldade em se quantificar precisamente as expectativas de inflação (HILLBRECHT, 1999, p.49).

Considerando essa dificuldade em se quantificar as expectativas de inflação, Souza (2007), mostra que é possível apresentar a equação (4) de um modo distinto considerando a taxa efetiva de inflação (π):

$$i = r + \pi \quad (5)$$

O que difere uma equação da outra é justamente o fato de na equação (5) a taxa nominal de juros serem estabelecida após o conhecimento da inflação efetiva, enquanto que na primeira a taxa de juros nominal é estimada antes de se verificar a inflação efetiva, ou seja, com base na expectativa desta (NETO, 2005).

Uma das políticas econômicas mais utilizadas para conter o alto índice de inflação é o mecanismo da taxa de juros. O custo da inflação é muito alto para a economia, provocando perdas a sociedade, visto que poderá levar a uma queda na demanda por ativos reais. Um ambiente inflacionário contribui para a incerteza em relação aos preços no futuro, podendo causar uma redução de consumo e investimento, impactando negativamente no desempenho da economia. Dessa forma, os impactos da política monetária, por exemplo, dependem de como os agentes econômicos criam expectativas em relação às ações dessa política, visto que elas afetam diretamente a taxa de juros corrente, podendo levar os agentes a refazerem suas expectativas quanto às taxas de juros futuras, investimento e consumo (SAMAPAI, 2010; SALVALÁGIO, 2006).

Nesse sentido, compreende-se que uma elevação na taxa de juros real afeta a demanda de forma negativa, uma vez que os agentes econômicos perdem o incentivo para consumir ou investir na produção. Neste caso, a aplicação de recursos migra do mercado produtivo para o mercado financeiro (BLANCHARD, 2001 *apud* SOUZA, 2007). Na teoria

macroeconômica, esse incentivo pelo investimento financeiro em prol do produtivo, tende a afetar o crescimento econômico de um país.

2.1.2. Evidências Empíricas da Relação Entre Juros e Inflação

Na literatura econômica é possível encontrar critérios alternativos para análise empírica da relação juros-inflação, além do critério desenvolvido por Fisher que através de equação mostra a relação entre as taxas de juros real, nominal e inflação. No trabalho realizado por Fama (1975) o método consistia em uma inversão da equação elaborada por Fisher com a taxa de inflação colocada do lado esquerdo da equação. Um dos méritos deste pesquisador foi, justamente, “o de ser o primeiro a desenvolver um método de análise, que eliminou o problema da estimação de uma série de inflação esperada” (ROCHA, 1987, p. 54).

Um segundo critério, elaborado por Mishkin (1992) mostra que a existência do efeito Fisher de longo prazo implica que, quando “a inflação e a taxa de juros exibem tendência, essas duas séries a apresentarão em conjunto e haverá uma correlação forte entre inflação e taxa de juros”. Espera-se que esse efeito Fisher seja forte em períodos em que taxa de juros e inflação exibem tal tendência. No entanto, quando essas variáveis não a exibem, não haverá essa forte correlação se não ocorrer o efeito Fisher de curto prazo (MISHKIN, 1992 *apud* SAMPAIO, 2010).

Na tentativa de explicar porque a presença do efeito Fisher é mais forte para uns períodos e para outros não Mishkin (1992) explicou que a presença desse efeito só ocorria em séries onde a taxa de juros e a inflação apresentassem tendências estocásticas. Caso duas séries apresentassem tendência à correlação entre elas seria forte. No estudo realizado por Peng (1995) concluiu que políticas antiinflacionárias mais duras perseguidas pelas autoridades monetárias da Alemanha e Japão levaram a uma menor persistência do nível de preços e, portanto, a um menor efeito Fisher (POZAS, 2008).

Wallace e Warner (1993) na pesquisa intitulada O Efeito de Fisher e a Estrutura a Termo de Taxas de Juros: Testes de Cointegração¹⁶ demonstraram que a inflação é afetada pelas taxas de juros de curto e longo prazo. Avaliando o período entre 1948 e 1990, as evidências empíricas indicaram que foi encontrada uma cointegração entre inflação e a taxa de juros de longo prazo. As estimativas indicaram que tanto a taxa de juros de curto como de

¹⁶ “Cointegração em séries temporais é de suma importância para quem trabalha com séries econômicas, pois possibilitam estudar e analisar relações estruturais entre as séries envolvidas. Mais precisamente, testes de cointegração permitem determinar se as séries temporais envolvidas possuem ou não uma relação a longo prazo” (PORTAL ACTION, sem ano de publicação). Disponível em: <<http://www.portalaction.com.br/series-temporais/53-cointegracao-em-series-temporais>>. Acesso em: 14 ago. 2016.

longo prazo aumentam mais que a taxa de inflação. Peláez (1995) *apud* Sampaio (2010) em sua análise sobre o efeito da inflação em relação à taxa nominal de juros, encontrando uma cointegração entre as variáveis. Para este trabalho utilizou o método de Engle-Granger¹⁷ e o vetor autoregressivo¹⁸ de correção de erro. Nesse caso, o efeito Fisher tradicional não foi encontrado.

Fisher (1930) analisando a relação entre as taxas de juros nominal e a inflação para os Estados Unidos (dados de 1890 a 1927) e Reino Unido (dados de 1820 a 1924) concluiu que “as expectativas inflacionárias não eram refletidas instantaneamente na taxa de juros”. Em sua pesquisa Fisher observou que as mudanças nos preços normalmente alteravam a taxa de juros, porém com efeitos menores do que os indicados pela teoria, aparecendo com certo atraso. Buscando verificar a existência de uma estrutura com defasagens na formação das expectativas como haviam sido usados por Fisher, alguns estudiosos realizaram trabalhos utilizando o mesmo mecanismo de Fisher, porém com especificações diferentes em relação às variáveis. Dentre os resultados destacam-se Sargent (1969) e Gibson (1970) que baseados nos dados do período pós-guerra confirmaram os resultados de Fisher, tendo como resultado de seus estudos que “uma ação política destinada a influenciar a taxa de juros teria impactos na expectativa de inflação” (POZAS, 2008, p. 8).

Summers (1981) aplicou às séries de juros e inflação um método de estimação sugerido por Engle (1974)¹⁹. Em sua pesquisa Summers argumentou que através do método de Engle é possível realizar cortes no tempo, estimando uma relação entre duas ou mais variáveis para altas e baixas frequências, e desse modo, “poder-se-ia filtrar as oscilações de curto prazo, obtendo a relação de longo prazo entre estas duas variáveis através de estimação em baixa frequência” (ROCHA, 1987, p. 54).

Ao analisar a presença do efeito Fisher nos países em desenvolvimento alguns pesquisadores obtiveram os seguintes resultados. Phylaktis e Blake (1993) realizaram suas pesquisas com base nos países Brasil, Argentina e México entre 1070 e 1980, encontrando em seus resultados uma relação de longo prazo de um para um, diferente do que havia sido

¹⁷ “O teste mais conhecido para detectar cointegração entre séries temporais é o teste de Engle - Granger, que segue basicamente a definição de cointegração. As hipóteses do teste são: (i) H_0 : as séries temporais não são cointegradas; (ii) H_1 : as séries temporais são cointegradas” (PORTAL ACTION, sem ano de publicação). Ver: <<http://www.portalaction.com.br/series-temporais/532-teste-de-engle-granger>>.

¹⁸ “Esta metodologia é uma extensão de uma regressão univariada para um ambiente multivariado, onde cada equação definida pelo VAR é uma regressão por mínimos quadrados ordinários de determinada variável em variáveis defasadas de si própria e de outras variáveis componentes do modelo” (PORTAL ACTION, sem ano de publicação). Ver: <<http://www.portalaction.com.br/series-temporais/534-modelo-de-vetores-autoregressivos-var>>.

¹⁹ Esse método consiste em estimar regressões no domínio da frequência. Ver: ROCHA (1987).

encontrado na mesma época por outros estudiosos em suas pesquisas nos países com baixa inflação. De acordo com esses autores, nos países com altos níveis de preços, os agentes econômicos estariam mais preparados para prever a inflação. Garcia (1993) analisando apenas o Brasil entre 1973 e 1990 por meio de dados de taxas de juros não indexadas de certificados de depósitos bancários, verificou a presença da relação de Fisher, com as expectativas inflacionárias explicando 99% do movimento das taxas de juros nominais (POZAS, 2008).

Nas últimas décadas vários estudos empíricos revisaram a equação de Fisher. [...]. Esta hipótese intuitiva tem encontrado pouca evidência empírica, sendo que, geralmente, o coeficiente estimado da inflação esperada é menor do que um (valor da hipótese de Fisher), excluindo o imposto. Quando o imposto é considerado, o valor irá variar de 1,3 a 1,5. Por fim, ao utilizar o procedimento de Johansen para a cointegração, foi verificada a presença do efeito Fisher de longo prazo, utilizando a inflação como variável independente (CROWDER E HOFFMAN, 1996 *apud* SAMPAIO, 2010, p. 74).

Apesar da gama de estudos que conseguiram identificar a presença do efeito Fisher, algumas pesquisas não conseguiram fazer essa identificação. Algumas hipóteses foram levantadas para explicar esses resultados. Mundell (1963) e Tobin (1965) demonstraram que a taxa de juro nominal “aumentaria em menos de uma vez o aumento da inflação” por causa do impacto causado por esta variável na taxa real. Desse modo, a inflação reduz o nível de riqueza, aumentando o nível de poupança, reduzindo a taxa de juros real, portanto, o ajuste da taxa de juros nominal ocorreria em uma proporção menor do que a inflação esperada (POZAS, 2008).

Já a hipótese levantada por Darby (1975) e Feldstein (1976) que inclui a variável impostos sobre receita financeira, afirma que a taxa de juros nominal seria elevada em uma proporção maior que a inflação esperada. Modificando esta hipótese, Nielsen (1981) e Gandolfi (1982) incorporaram os impostos sobre ganhos de capital e concluíram que as taxas de juros aumentavam mais do que a inflação, mas com menor intensidade que os resultados da proposta hipótese apresentada por Darby e Feldstein (POZAS, 2008).

A hipótese elaborada por Fisher também foi testada por Berument e Jelassi (2002). Na pesquisa desses autores, o teste foi realizado para uma amostra de 26 países, “avaliando a relação de longo prazo entre a taxa nominal de juros e a inflação, levando em consideração a dinâmica de curto prazo da taxa de juros”. O resultado deste trabalho mostrou uma forte presença da relação um para um do efeito Fisher, entre taxa de juros e inflação para mais da metade dos países estudados - mais precisamente, 16 dos 26 países que compõem a amostra (SAMPAIO, 2010).

“A maior parte das evidências sugere que o efeito Fisher, condição em que a inflação e taxa de juros nominais deveriam ser cointegradas com uma inclinação unitária da inflação, não é respeitado, o que provoca problemas em muitos modelos teóricos” (SAMPAIO, 2010, p. 76). Com base na importância que é dada a taxa de juros para o desempenho da economia, e na sua relação com a inflação, decisões dos agentes econômicos e expectativas, conforme apresentado pela teoria econômica neste capítulo, o próximo mostrará como a política monetária brasileira foi conduzida a partir de 1999, uma vez que a partir desse período a taxa de juros, através da Selic, passou a ser o instrumento principal do governo para o controle da inflação.

3. A POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA A PARTIR DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO (1999-2014)

A adoção do sistema de metas para inflação ocorreu em diversos países²⁰ a partir da década de 90. De acordo com Carvalho et. al. (2007), esse sistema foi implementado devido a dois pressupostos: (i) as dificuldades enfrentadas pela política monetarista adotada pelo Federal Reserve (FED) ²¹a partir de 1979, em função da impossibilidade para prever o comportamento da demanda por moeda em um sistema financeiro caracterizado por inovações financeiras e mobilidade de capitais; (ii) a incapacidade da política monetária para afetar as variáveis reais da economia como produto e desemprego, de forma permanente ou duradoura.

A partir de 1999, a política econômica brasileira passou por algumas mudanças em relação a sua condução, no governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso. Diante disso, foi implementada uma nova matriz econômica no Plano Real, ou seja, o tripé econômico passou a ser determinado pelos seguintes pilares: (i) câmbio flutuante²², com plena mobilidade de capitais; (ii) adoção ao regime de metas de inflação²³ com autonomia operacional do BACEN para garantir os resultados; (iii) estabelecimento de metas para os superávits fiscais primários, na tentativa de evitar o aumento da dívida pública (FERREIRA; MARQUES, 2010).

Sobre as mudanças ocorridas em 1999 na política econômica brasileira Filgueiras (2003, p. 250) relata que devido à crise cambial do referido ano,

[...] a política antiinflacionária teve de deslocar seu eixo da âncora cambial para as políticas fiscal e monetária. Desse modo, perseguir determinada meta de inflação, estabelecida e anunciada previamente, e implementar reiterados ajustes fiscais – através da obtenção de sucessivos e crescentes superávits fiscais primários, sempre acima de 3% do PIB – passaram a ser os objetivos centrais da política econômica.

Quando esse sistema entrou em vigor no Brasil, o cenário econômico não estava favorável e passava por fortes desvalorizações devido a ataques especulativos, decorrentes dos desdobramentos da política econômica do Plano Real, que procurou combater o alto nível

²⁰ Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Finlândia, Suécia, Austrália, Chile, Israel, Polônia, República Theca, Colômbia, México, Brasil, entre outros.

²¹ Banco Central dos Estados Unidos.

²² Sistema em que as operações de compra e venda de moedas ocorrem sem o controle do governo, em que o valor das moedas estrangeiras flutua de acordo com as forças de oferta e procura no mercado. Através desse mercado saem as remessas de lucros das multinacionais para o exterior. (SOBREIRA, sem ano de publicação).

²³ Esse sistema foi adotado no Brasil em março de 1999, durante o segundo governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso, através do Decreto nº 3.088, as bases deste Decreto foi mencionada no capítulo 1 desta pesquisa.

de inflação vivido pela economia brasileira a partir de uma política de estabilização da moeda nacional e da liberalização econômica (CARRARA; CORREA, 2012).

Considerando este panorama, o presente capítulo traz uma breve revisão sobre a atuação do governo brasileiro em relação à política monetária após a adoção do sistema de metas de inflação. Desta forma, serão apresentados os principais eventos que ocorreram durante o período considerado nesta pesquisa, o qual abrange segundo governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1999-2002), os governos de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010 e o primeiro de Dilma Rousseff (2011-2014)).

3.1. Governado Presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC)

A transição do primeiro para segundo governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) foi marcada por uma forte pressão especulativa sobre o câmbio. Quando tomou posse pelo segundo mandato, em 1º de janeiro de 1999, FHC enfrentou o problema da fuga em massa de capitais especulativos, levando consigo os dólares que haviam sido emprestados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), bem como o lastro da âncora cambial do real, ou seja, as reservas em dólares. Apesar da adoção do pacote fiscal-monetário²⁴, do acordo com o FMI e da alienação do patrimônio nacional, o governo não conseguiu conter essa fuga (DAER, 2013; SOUZA, 2008).

Diante desse cenário, a necessidade de um acordo com o FMI era inevitável, contudo era imposto um limite mínimo de reservas, pois existia a preocupação em promover a mudança cambial. Surgiram alguns problemas políticos²⁵, sinalizando maiores dificuldades no lado fiscal e na negociação com o Congresso Nacional. Esse fato foi constatado a partir da derrubada de uma das mais importantes medidas de ajuste fiscal, sinalizando que o governo estava cada vez mais fragilizado diante das negociações com o Congresso Nacional. A partir desses acontecimentos, criou-se um cenário político adequado para estabelecer a mudança cambial, fato que aconteceu em janeiro de 1999 (GREMAUD ET. AL., 2010; GIAMBIAGI; ALÉM, 2008).

²⁴ (i) política monetária restritiva para atrair capital externo, necessário a manutenção da banda cambial; (ii) redução da oferta monetária; (iii) elevação da taxa de juros; e (iv) ajuste fiscal baseado em três elementos: cortes nas despesas, aumentos dos impostos e diminuição nas transferências do Governo Federal. Ver: Gremaud et. al. (2010) e Rezende (2009).

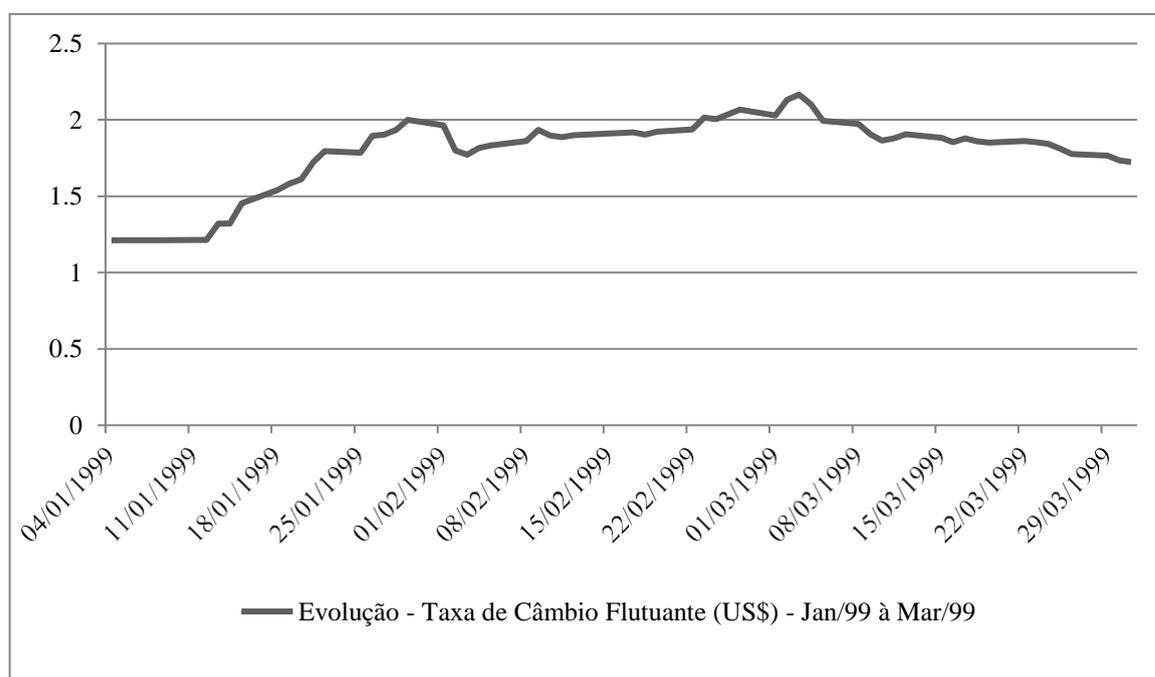
²⁵ Os governadores de oposição recém-empossados pretendiam rediscutir as respectivas dívidas e os pagamentos à união, por exemplo, a “moratória mineira” do governador de Minas Gerais, Itamar Franco (GREMAUD ET. AL., 2010).

Diante desse cenário, houve mudança na presidência do BACEN, entrando Francisco Lopes, que em pouco tempo foi substituído pelo economista Armínio Fraga. A primeira alteração cambial ocorreu através de uma desvalorização, contudo o sistema de bandas²⁶ foi mantido, o que não impediu a saída de recursos do país, pois o mercado queria uma desvalorização maior (GREMAUD ET. AL., 2010; SOUZA, 2008).

Assim sendo, a taxa de câmbio, passou a ser determinada não mais pela interferência do BACEN, mas sim pelo livre movimento das forças de mercado, medida que era vista pelos gestores da política econômica, como um modo de remover as causas anteriores de apreciação da moeda (FERREIRA; MARQUES, 2010).

Com a adoção do “sistema de taxa de câmbio flutuante, esta entrou em uma trajetória ascendente” – ver Gráfico 3.1. Para evitar que a pressão do câmbio “se transformasse em processo inflacionário”, o COPOM adotou uma política monetária bastante restritiva no primeiro trimestre de 1999 estipulando a taxa Selic em 45% a.a. no mês março, com viés de baixa²⁷(GREMAUD ET. AL., 2010, p. 473 e 474).

Gráfico 3.1: Comportamento da taxa de câmbio (US\$) entre janeiro de março de 1999.



Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN – Séries Temporais.

²⁶ Nesse sistema a taxa de câmbio flutua conforme um limite estabelecido pelo Banco Central (NUNES, 2008).

²⁷ Nesse momento, também foi instituído o “viés de baixa” na taxa de juros e este poderia ser utilizado pela autoridade monetária para reduzir a taxa, independentemente das reuniões do COPOM.

Após esse primeiro aperto monetário foi possível promover uma redução gradual na taxa de juros ao longo do ano, até atingir 15,25% a.a. em janeiro de 2001. De um lado, no segundo trimestre a meta da taxa Selic caiu rapidamente, atingindo 21% a.a. em junho, seguido por pequenos cortes, fechando no final de setembro em 19% a.a., sem indicação de viés, permanecendo neste percentual até março de 2000, ver Gráfico 3.2 (ATA DO COPOM - 37ª REUNIÃO, 1999).

Ainda sob a análise do Gráfico 3.2, é possível discorrer que no decorrer de 2000, a gestão da política econômica foi condicionada por incertezas no cenário externo. A partir do segundo semestre desse ano, o recrudescimento do cenário de incertezas na conjuntura internacional determinou a interrupção do processo de redução da meta para a taxa Selic que havia sido estabelecida em 16,5% a.a. no mês julho, mantendo-a constante durante os quatro meses posteriores, sendo reduzida para 15,75% a.a. em dezembro (BOLETIM DO BACEN, 2000, p. 47).

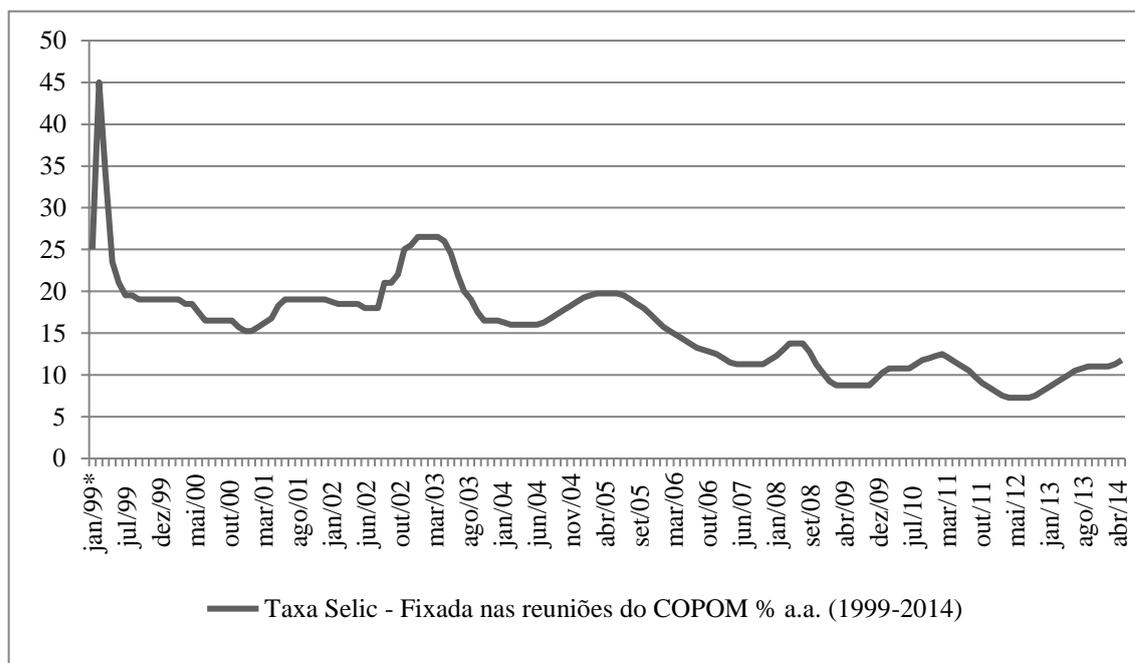
Considerando o ambiente externo da época, havia indícios de que a economia norte-americana começara a desacelerar o que poderia causar impactos nas exportações brasileiras, pois essa nação continuava sendo o maior mercado individual para os produtos brasileiros. O Banco do Japão aumentou a taxa básica para 0,25% a.a., pela primeira vez em uma década. No final de julho, os preços do petróleo voltaram a subir no mercado internacional, devido ao temor de insuficiência dos estoques deste produto nos Estados Unidos, principalmente de derivados como a gasolina (ATA DO COPOM – 50ª REUNIÃO, 2000; SOUZA, 2008). Outro fator que contribuiu para essa instabilidade em relação ao setor externo foram as turbulências por causa da volatilidade da bolsa de valores, desvalorização do euro, agravamento da crise Argentina e novo aumento no preço do petróleo “explicam essa mudança de postura por parte do Banco Central”, no mês de agosto do referido ano (GHIORZI, 2005; BOLETIM DE CONJUNTURA DO IPEA, nº 51, 2000, p. 23).

No decorrer de 2001, surgiram algumas restrições relevantes à gestão da política econômica do governo FHC, revertendo, parcialmente, as expectativas favoráveis em relação à economia brasileira, que haviam se formado no início do ano. Assinalem-se, entre essas restrições, “a intensificação da crise econômica na Argentina, o racionamento de energia elétrica²⁸ e a expectativa de aprofundamento da recessão econômica registrada nos Estados

²⁸ Segundo Baer (2002) alguns responsabilizavam a seca prolongada nas regiões Nordeste e Central do Brasil pela redução do nível nos reservatórios responsáveis pelo fornecimento de toda energia doméstica e comercial. Para controlar esse problema, o governo resolveu elaborar um plano de racionamento para evitar que blecautes atingissem diversas áreas do país. O problema da crise energética não é foco desta pesquisa, o mesmo foi citado

Unidos, após os atentados de 11 de setembro. O risco de desequilíbrio entre oferta e demanda agregada, [...] e as pressões sobre a taxa de câmbio, [...]” (BOLETIM DO BACEN, 2000, p. 11).

Gráfico 3.2: Evolução da Taxa Selic Fixada nas Reuniões do COPOM entre 1999 e 2014.



Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN – Séries Temporais.

Diante desse cenário, o COPOM voltou a agir com cautela na atuação da política monetária, promovendo elevações na taxa básica de juros, no final do primeiro trimestre de 2001. Assim, após atingir o nível de 15,75% a.a. em janeiro, menor patamar do governo FHC, a Selic aumentou gradativamente, de março a julho atingindo 19% a.a., na reunião deste último mês, mantendo-se neste patamar até janeiro de 2002.

A conjuntura econômica vigente no primeiro trimestre de 2002 caracterizou-se por eventos favoráveis, destacando-se os níveis baixos e estáveis da inflação, a relativa estabilização dos preços internacionais do petróleo e da taxa de câmbio, assim como a considerável margem de capacidade ociosa na indústria, gerada a partir dos choques de oferta ocorridos em 2001. Levando-se em conta as condições de demanda, com moderada expansão do crédito e ausência de pressões salariais, os indicadores disponíveis evidenciaram condições para que a política monetária pudesse ser gradualmente distendida (BOLETIM DO BACEN, 2002, p. 47).

Após manter a Selic constante por seis reuniões consecutivas, o COPOM tentou aplicar um ciclo de distensão monetária²⁹ reduzindo a taxa básica de juros gradualmente para 18,75% a.a. em fevereiro e 18,5% em março (SOUZA JÚNIOR, 2014), sendo mantidas no patamar de março durante as três reuniões subsequentes. De acordo com o Boletim de Conjuntura do IPEA (n° 58, 2002, p. 38), esta taxa ainda cairia para 18% a.a.³⁰, em julho, apesar da elevada volatilidade que ocorria no mercado financeiro devido às pressões sobre o câmbio e títulos públicos.

Em meados do terceiro trimestre, a condução da política monetária assumiu uma postura conservadora. O baixo crescimento mundial, às incertezas em relação ao futuro da política econômica brasileira por causa do período pré-eleitoral, a aversão ao risco por parte dos investidores internacionais e às perspectivas de guerra no Golfo Pérsico, “induziram excessiva volatilidade no mercado cambial e escassez de oferta de recursos externos” (BOLETIM DO BACEN, 2002, p. 48).

À medida que as eleições se aproximavam e a vitória de um candidato da esquerda – Luiz Inácio Lula da Silva do PT³¹ – se tornava iminente, as incertezas em relação ao novo governo federal aumentavam a instabilidade do mercado financeiro, embora o futuro presidente do Brasil procurasse tranquilizar os agentes econômicos reafirmando seu respeito aos compromissos firmados pelo governo FHC (GHIORZI, 2005, p. 59).

Conforme destacado pelo Boletim de Conjuntura do IPEA (n° 58, 2002), na execução da política monetária, a principal dificuldade foi enfrentar à crescente rejeição aos títulos públicos federais diante das incertezas que surgiram em razão do processo eleitoral.

Em reunião extraordinária em 14 de outubro o Comitê de Política Monetária (COPOM) elevou a taxa de juros de 18% a.a. para 21% a.a. A decisão ocorreu pouco mais de uma semana antes da reunião mensal ordinária do COPOM, e suscitou muita discussão em torno das razões que teriam levado o Banco Central a antecipar a decisão de elevação dos juros (BOLETIM DE CONJUNTURA DO IPEA, 2002, n° 59, p. 41).

Após a vitória de Lula, o presidente Fernando Henrique decidiu antecipar o processo de transição, convidando a equipe econômica do futuro governo para conhecer a real situação do país. Buscando “a convergência da trajetória futura dos índices de preços às metas de inflação estabelecidas”, o COPOM deu continuidade ao ciclo de aperto monetário, iniciado

²⁹ Cortes dos juros.

³⁰ Ao tomar essa decisão o BACEN argumentava que a política monetária “estaria se orientando pela meta de inflação de 2003 que, segundo as projeções do Banco Central, ainda se encontra abaixo do ponto central do novo intervalo de tolerância” (BOLETIM DE CONJUNTURA DO IPEA, n° 58, 2002, p. 38).

³¹ Partido dos Trabalhadores.

em outubro (BOLETIM DE CONJUNTURA DO IPEA, nº 60, 2003; BOLETIM DO BACEN, 2002, p. 49). Assim, entre novembro de 2002 e fevereiro de 2003 a Selic foi elevada de 21% a.a. para 26,5%, mantendo-se neste patamar até a reunião de maio.

A situação do país ao final de 2002 não era favorável devido à instabilidade econômica que enfrentara na época. Foi diante desse cenário que após ser eleito em 2002, Luís Inácio Lula da Silva substituiu FHC em uma gestão que duraram oito anos (2003-2010). O tópico a seguir apresentará uma explanação sobre esse novo governo, mostrando como a política monetária brasileira foi conduzida através dos movimentos estabelecidos para a meta da taxa básica de juros da economia.

3.2. Governo Luís Inácio Lula da Silva (Lula)

Conforme destacado, o governo anterior chegou ao fim diante de um cenário com profunda instabilidade econômica, em que predominavam aceleração inflacionária e pressões cambiais. Mesmo com a melhora fiscal apresentada no segundo governo FHC, a dívida pública atingiu patamares recordes, cerca de 60% do PIB. A combinação entre essa dívida e as incertezas em relação ao novo governo, gerou uma situação de inoperância do sistema de metas e do câmbio flutuante. As elevações da taxa de juros para conter a inflação ampliavam o ambiente de incertezas, pressionando o câmbio e gerando novas pressões inflacionárias (GREMAUDET. AL., 2010).

Segundo Giambiagi e Além (2008), ao assumir a presidência do Brasil em janeiro de 2003, Lula estava cercado por dúvidas sobre os rumos que a economia seguiria com a gestão do país sob o seu comando. Primeiro, existia a dúvida se essa gestão daria continuidade à agenda de reformas utilizadas no governo anterior. Segundo, temia-se que ocorressem dificuldades para conseguir apoio no Congresso. E terceiro, a desconfiança sobre a real predisposição do novo governo para adotar uma política econômica capaz de enfrentar a atual situação do país.

Essa nova gestão nomeou para o cargo de Ministro da Fazenda o líder petista Antonio Palocci, e como presidente do Banco Central, Henrique Meirelles³².

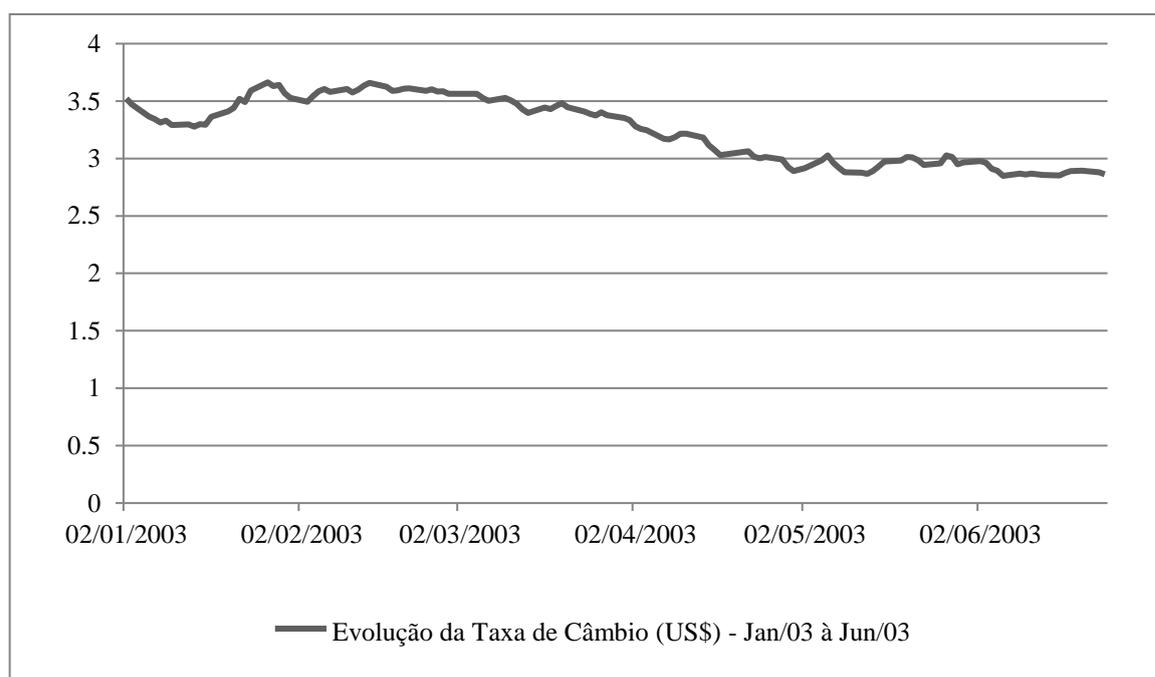
O Ministério da Fazenda e o Banco Central mantiveram e renovaram por cerca de dois anos o acordo firmado anteriormente com o FMI, preservando, em

³² Antônio Palocci – então prefeito de Ribeirão Preto e coordenador de seu programa de governo do Presidente Lula – foi substituído na segunda metade desta gestão por Guido Mantega e Henrique Meirelles - ex-presidente mundial do BankBoston (SOUZA, 2008).

consequência, a subordinação ao seu receituário econômico. Nesse terreno, o governo, em lugar de romper com o que chamou de “herança maldita”, optou por subordinar-se a ela e, dentro dela, procurar fazer alguma coisa, [...], para amenizar seus efeitos econômicos e sociais – as chamadas “medidas compensatórias” (SOUZA, 2008, p. 292).

No primeiro semestre de 2003, “predominaram os desdobramentos do processo de transição política, a elevação do risco-país, [...] a redução da disponibilidade de recursos externos”, além disso, à depreciação cambial predominou considerando os três primeiros meses do ano de acordo com o Gráfico 3.3. As primeiras ações do governo Lula para conduzir a política econômica demonstraram seu comprometimento com a estabilidade de preços, regime de câmbio flutuante e austeridade fiscal, e não vacilou em utilizar medidas amargas para conter o problema da inflação e reverter o quadro de deterioração das expectativas que havia se formado naquele período (BOLETIM DO BACEN, 2003, p. 17; BOLETIM DE CONJUNTURA DO IPEA, nº 60, 2003).

Gráfico 3.3: Evolução da taxa de câmbio (US\$) entre janeiro e junho de 2003.



Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN – Séries Temporais.

Para justificar as políticas aplicadas, o principal argumento utilizado foi o quadro econômico apresentado no final de 2002, uma vez que os primeiros passos a serem dados pelo governo recém empossado iriam refletir diretamente sobre a economia e sobre as expectativas, tornando indispensável à necessidade de “acalmar os mercados” e “ganhar credibilidade” (PAULA, 2003, p. 72).

Com a estabilização do cenário macroeconômico, o BACEN iniciou um ciclo de flexibilização da política monetária, em meados de 2003. Para tanto, adotou uma redução na projeção da meta da taxa Selic, mas, de forma gradual, passando dos 26% a.a. para 16,5% em dezembro (após sete reuniões do COPOM). A meta fixada na última reunião do ano representa uma queda de 1.000 p.b.³³, com relação àquela que havia sido fixada em fevereiro (SOUZA JÚNIOR, 2014; BOLETIM DO BACEN, 2003).

O ciclo de redução da Selic iniciado em junho de 2003, foi interrompido no início de 2004 devido à ameaça de que a inflação para o primeiro trimestre do ano superasse as projeções iniciais, comprometendo o cumprimento da meta, 5,5%, estabelecida pelo CMN, conforme Gráfico 3.2 (BOLETIM DE CONJUNTURA DO IPEA, nº 64, 2004).

Nos meses de março e abril, a taxa básica da economia passou por dois cortes sendo fixada em 16,25% e 16% a.a., respectivamente, no entanto, uma nova onda de incertezas quanto à trajetória da inflação, contribuiu para a manutenção da Selic inalterada por quatro meses seguidos (BOLETIM DO BACEN, 2004).

A partir de setembro, a direção da política monetária foi alterada pelo BACEN, desse mês até maio de 2005, o aquecimento excessivo da atividade econômica e o ressurgimento das pressões inflacionárias, contribuíram para que a política monetária passasse por mais um ciclo de restrição, com a taxa básica de juros sendo elevada de 16% a.a. para 19,75% (SOUZA JÚNIOR, 2014). Segundo Carneiro et. al. (2006, p. 200), esse processo de ajuste da Selic, iniciado em setembro tem como justificativas os “riscos de uma inflação de demanda” desconsiderando os “choques de oferta que continuaram se sucedendo”.

Conforme divulgado pela Ata do COPOM em novembro,

[...] os membros do Copom entenderam que o processo de ajuste gradual dos juros básicos deveria prosseguir de maneira a assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas. Esse ajuste evitará que medidas mais fortes venham a ser necessárias no futuro para desinflacionar a economia, cujos danos ao ciclo de crescimento poderiam ser grandes. [...] consolidar a convergência da inflação para a trajetória das metas é crucial para que tenha prosseguimento de forma saudável e balanceada o processo de retomada da atividade iniciado em 2003 [...] (ATA DO COPOM – 102ª REUNIÃO, 2004, parágrafos 29 e 30).

No decorrer de 2005, a trajetória da Selic foi pautada por três momentos distintos. Primeiro, de janeiro até maio, o COPOM manteve a estratégia iniciada em setembro do ano anterior, elevando-a de forma gradual (BOLETIM DO BACEN, 2005). Segundo, entre junho e agosto, mantendo a taxa básica de juros no mesmo patamar estabelecido em maio, ou seja,

³³ Pontos-base.

19,75% a.a. Terceiro, a partir de setembro, quando se iniciou um novo período de distensão monetária, promovendo reduções na meta da taxa Selic.

Conforme divulgado pelo Boletim de Conjuntura do IPEA (nº 68, 2005, p. 51), era necessário assegurar que a inflação convergisse para as metas estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Em outras palavras, a política monetária esteve pautada no objetivo principal, promover o cumprimento da meta da inflação para 2005, que foi ajustada pelo BACEN de 4,5%³⁴ para 5,1%. As decisões do COPOM em suas reuniões mensais para definir a Selic consideravam “o comportamento corrente e previsto da demanda agregada, eventuais choques de preços e sua propagação pelo sistema econômico e a evolução das expectativas em relação à inflação futura”.

Para o COPOM a perspectiva de manutenção da Selic por um período longo no mesmo nível estabelecido em maio (19,25% a.a.) traria condições suficientes para assegurar que a inflação seguisse a trajetória das metas (BOLETIM DO BACEN, 2005). Ainda no primeiro semestre de 2005, o país passou a enfrentar uma crise política que determinou no afastamento dos principais auxiliares do Presidente. Diante desse cenário, a direção do PT concluiu que, se a atual gestão chegasse a um segundo mandato deveria haver uma mudança na política econômico-financeira que vigorou durante os três primeiros anos³⁵ (SOUZA, 2008).

A partir da reunião de setembro, as decisões do COPOM ensejaram uma sucessão de cortes na Selic, desse modo, entre esse mês e setembro de 2007,

[...], com a inflação e as expectativas inflacionárias sob controle, o BACEN promoveu o mais longo período de distensão monetária sob o regime de metas de inflação, reduzindo a meta da taxa Selic durante dezenove reuniões consecutivas do COPOM, até atingir o nível de 11,25% a.a. [...] (SOUZA JÚNIOR, 2014, p. 121-122).

De acordo com o Boletim de Conjuntura do IPEA (nº 71, 2005, p. 56-57),

[...] a flexibilização recente da política monetária tem ocorrido de forma gradual e responsável, ao priorizar sempre a eliminação sumária de qualquer risco de recrudescimento da inflação de demanda, independentemente dos efeitos colaterais sobre o estado das demais variáveis no sistema econômico. [...] essa postura tem sido consistente para manter controladas as frequentes revisões na trajetória esperada da inflação, por parte de agentes públicos e privados.

³⁴ Meta original que havia sido fixada em 2003 pelo CMN, o mesmo valor estabelecido para 2006, mas com um intervalo de tolerância menor.

³⁵ “Neste caso, a política palociana deveria ser considerada apenas uma política de transição, ao contrário da posição do ministro, que queria perpetuá-la” (SOUZA, 2008, p. 324).

Durante todo o ano de 2006, o COPOM estabeleceu cortes na taxa básica de juros em continuidade ao processo de redução que havia iniciado em setembro do ano anterior. A Selic que havia terminado o ano de 2005 em 18% a.a., após sofrer oito cortes em 2006, encerrou o ano fixado em 13,25%, conforme demonstrado no Gráfico 3.2, menor percentual desde a adesão ao sistema de metas para a inflação. Conforme divulgado pelo Boletim do BACEN(2006) os cortes na Selic foram mantidos pelo COPOM apesar das incertezas em relação à economia internacional e da elevação nos preços internacionais das *commodities*³⁶ que ofereciam riscos a evolução dos preços domésticos.

Ainda em 2006, a posição em favor da mudança dentro do governo tornou-se mais forte, principalmente no final de março com a queda ministro Palocci³⁷ e sua equipe. Em 2005, o diretório nacional do Partido dos Trabalhadores (PT) havia aprovado uma resolução criticando a política econômica de Palocci, propondo através deste documento, acelerar a queda dos juros, diminuir o superávit primário e aumentar o investimento público (SOUZA, 2008).

Para substituir Palocci como Ministro da Fazenda, foi nomeado o economista Guido Mantega, que na época ocupava o cargo de presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES. Mantega criticava a política monetária restritiva e defendia a manutenção do ritmo de queda dos juros, além disso, tinha uma grande preocupação com o nível da taxa de câmbio (VIEIRA, 2011).

Analisando o primeiro mandato do Presidente Lula, Gremaud et. al. (2010) conclui que durante esse período o país consolidou seu processo de estabilização e que o teste associado à passagem do governo FHC para um partido de esquerda, havia sido vencido com sucesso. Segundo Ferreira e Marques (2010), o Brasil foi beneficiado tanto pelo cenário econômico da época, como pelo forte ciclo de alta das *commodities* e por isso essa gestão

³⁶ “O termo significa literalmente “mercadoria” em inglês. Nas relações comerciais internacionais, o termo designa um tipo particular de mercadoria em estado bruto ou produto primário de importância comercial, como é o caso do café, do chá, da lã, do algodão, da juta, do estanho, do cobre etc. Alguns centros se notabilizaram como importantes mercados desse produtos (*commodity exchange*). Londres, pela tradição colonial e comercial britânica, é um dos mais antigos centros de compra e venda de *commodities*, grande parte das quais nem sequer passa por seu porto”. Por serem as *commodities* produtos de grande importância no comércio internacional, seus preços acabam sendo ditados pelas cotações dos principais mercados: Londres, Nova York e Chicago. A maioria dos negócios é realizada a termo, isto é, acerta-se o preço para pagamento e entrega da mercadoria em data futura” (SANDRONI, 1999, p. 112-113 e 381).

³⁷A queda de Palocci não ocorreu em razão da política econômica ou andamento da economia, mas por causa de seu comportamento no terreno ético, uma vez que o mesmo estava sendo investigado pelo Ministério Público, Polícia Civil de São Paulo e CPI dos Bingos do Senado Federal, devido à denúncias de irregularidades que ocorreram durante sua gestão como prefeito de Ribeirão Preto (SP). As investigações realizadas na época comprovaram que seus ex-assessores haviam alugado uma mansão em Brasília para a realização de festas e prática de *lobby* junto ao governo federal. Considerando esses acontecimentos o presidente Lula resolveu exonerar o ministro de sua equipe economia (SOUZA, 2008).

conseguiu reduzir de forma considerável o grau de vulnerabilidade externa da economia. No entanto, ainda permanecia uma situação de fragilidade fiscal do Estado, que se tornava mais grave com a substituição da dívida externa pela interna, dado que as taxas de juros internas eram mantidas em níveis mais elevados do que as externas.

Após reeleição, o Presidente Lula decidiu convocar toda a sua equipe e também a sociedade para trabalhar em busca de um crescimento sustentado de 5% a.a., no mínimo. A palavra de ordem era “destravar a economia” para garantir o cumprimento dessa meta. Com isso, foi elaborado um programa econômico para o segundo mandato com vistas a acelerar o crescimento³⁸ (SOUZA, 2008).

A política econômica desse primeiro mandato continuou fiel às propostas neoliberais³⁹ e o projeto “socialista democrático” do PT foi completamente abandonado, mesmo ainda constando em seus estatutos. A gestão econômica esteve pautada na estabilidade monetária, deixando “o crescimento da economia dependente, em grande parte, das decisões privadas dos capitalistas nacionais e internacionais, em particular” aqueles vinculados à esfera econômica (FERREIRA; MARQUES, 2010, p. 43).

No início de 2007, o COPOM imprimiu um menor ritmo de queda da taxa básica de juros que passou de 0,5 p.p. para 0,25 p.p. De janeiro a abril, ocorreram sucessivas reduções, a Selic que havia terminado o ano anterior em 13,25% a.a. ficou estabelecida em 12,5% na reunião de abril (BOLETIM DO BACEN, 2007).

A desaceleração na velocidade de queda na Selic era esperada devido às sinalizações apresentadas nas reuniões anteriores sobre a necessidade de uma maior cautela em relação à política monetária. Essa atitude aliada ao “comunicado benigno” divulgado pelo Federal Reserve (FED) sobre a decisão de manter inalterados os juros básicos da economia americana, acabou intensificando o movimento de valorização do real frente ao dólar “favorecido pela arbitragem implícita no diferencial entre as taxas doméstica e internacional de juros” (BOLETIM DE CONJUNTURA DO IPEA, nº 76, 2007, p. 51).

³⁸ Lançado pelo Decreto nº 6.025, em 22 de janeiro de 2007, o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento) era “constituído de medidas de estímulo ao investimento privado, ampliação dos investimentos públicos em infra-estrutura e voltadas à melhoria da qualidade do gasto público e ao controle da expansão dos gastos correntes no âmbito da Administração Pública Federal” (Artigo 1º do Decreto Nº 6.025 de 22 de Janeiro de 2007). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6025.htm>. Acesso em: 03 fev. 2016.

³⁹ O Governo Lula está construindo uma nova versão do modelo capitalista neoliberal. Ele promoveu pequenas mudanças na política econômica e na política social que, embora não cheguem a provocar mudanças na dependência econômica e financeira da economia nacional e nas condições de vida da população trabalhadora, são mudanças que poderão dar um novo fôlego político a esse modelo antinacional e antipopular de capitalismo” (BIOTO JÚNIOR, 2005).

Na opinião de Ferreira e Marques (2010), pelo menos até o mês de agosto, o Brasil continuou aproveitando a situação favorável da economia internacional e se beneficiando do ciclo de alta das *commodities*. Além disso, a descoberta de uma grande quantidade de jazidas de petróleo da camada pré-sal nos campos marítimos aumentou as expectativas de que o segundo mandato do governo Lula, assim como o primeiro, continuaria colhendo grandes frutos apesar de manter o mesmo modelo econômico, com poucas mudanças.

A partir de junho, a condução da política monetária refletiu a interação de três fatores: “o forte crescimento da demanda doméstica, o aumento da instabilidade no mercado financeiro internacional e a aceleração da inflação”. O retorno aos cortes de 0,5% nas reuniões a partir deste mês justificou-se principalmente por causa da “sinalização positiva derivada do comportamento esperado para a taxa de câmbio” e das expectativas de que a inflação futura se manteria abaixo da meta até o final de 2008 (BOLETIM DE CONJUNTURA DO IPEA, nº78, 2007, p. 47). Desse modo, nas reuniões de junho e julho, a Selic foi estabelecida pelo COPOM em 12% e 11,5% a.a., respectivamente.

[...] esse otimismo começou se enfraquecer com a crise dos títulos imobiliários [...], a qual, restrita inicialmente aos Estados Unidos, alçou voo e ganhou dimensão global, [...] cuja evidência já começou a ficar clara no primeiro semestre de 2008, especialmente nas economias desenvolvidas. [...] o ciclo de alta do preço das *commodities*, que vinha beneficiando as economias emergentes, entre as quais o Brasil, apesar das pressões inflacionárias que estava gerando, mudou de direção e colocou uma nova realidade para o país. A situação das contas externas ingressou em progressiva trajetória de deterioração, em razão da excessiva valorização do câmbio, da desaceleração mundial e da queda dos preços das *commodities*: o saldo da balança comercial, depois de atingir US\$46,5 bilhões em 2006, caiu para US\$40 bilhões em 2007 (FERREIRA; MARQUES, 2010, p. 43-44).

Apesar disso, o ciclo de redução da Selic ainda permaneceu na reunião de setembro, sendo interrompido apenas em outubro, quando o COPOM decidiu mantê-la no mesmo patamar estabelecido no mês anterior, 11,25% a.a., permanecendo assim até a reunião de março de 2008.

A evolução do nível da atividade na economia mundial seguiu, no início de 2008, trajetória delineada a partir do segundo semestre do ano anterior, quando o desempenho favorável registrado nas principais economias maduras e emergentes passou a ser impactado, de forma mais acentuada, pelos desdobramentos da crise no mercado *subprime*⁴⁰ dos Estados Unidos. A reversão, registrada no decorrer de 2008,

⁴⁰ “O conceito de *subprime* tornou-se conhecido ao longo do segundo semestre” de 2007, “quando os mercados financeiros foram sacudidos por notícias de elevadas perdas no financiamento de imóveis nos Estados Unidos, o que ameaçou a saúde de importantes bancos e fundos de investimento. *Subprime* são hipotecas de maior risco ou de segunda linha. Com o excesso de liquidez no mercado internacional nos últimos anos, os bancos e financeiras dos Estados Unidos passaram a financiar a compra de casas a juros baixos para pessoas com histórico de crédito ruim, tendo o próprio imóvel como única garantia. Mas veio a queda nos preços dos imóveis e os bancos ficaram

do ciclo de expansão econômica iniciado em 2002 [...] intensificou-se consideravelmente nos últimos meses daquele ano, traduzindo o impacto das restrições crescentes registradas no mercado de crédito (BOLETIM DO BACEN, 2008, p. 11).

Sobre a condução da política monetária ao longo de 2008, deve-se destacar que este foi marcado pela volta do aumento na taxa básica de juros depois de um longo período de reduções iniciado em setembro de 2005. Após manter a Selic em 11,25% a.a. no primeiro trimestre, em abril e junho, a autoridade monetária elevou esta meta para 0,5 p.p., sendo fixada em 11,75% a.a. e 12,25% a.a., respectivamente (Gráfico 3.2).

Segundo o IPEA (2010)⁴¹, a crise financeira dos Estados Unidos, a qual teve como resultado a falência dos dois principais bancos de investimentos do país, o Lehman Brothers e Merrill Lynch, interrompeu o ciclo de expansão econômica do Brasil, através de pelo menos, três canais de transmissão: as contas externas, o sistema financeiro e deterioração das expectativas. Dentre os setores econômicos mais abalados pela crise destaca agropecuária, indústrias e serviços, que até então exibiam taxas de crescimento positivas, desses setores o mais atingido foi o industrial, seguido pelo agropecuário.

Diante do cenário em que se encontrava a economia brasileira, o COPOM que havia iniciado um novo ciclo de aperto monetário em abril, elevando a Selic na reunião deste mês e na subsequente, voltou a aumentá-la 0,75 p.p. em duas reuniões consecutivas chegando ao patamar de 13,75% a.a. em setembro de 2008, mesmo com as discordâncias dos empresários e da ala mais desenvolvimentista do governo (SOUZA JÚNIOR, 2014; FERREIRA; MARQUES, 2010).

[...] após manter a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) inalterada nas duas primeiras reuniões do ano e elevá-la em 225 pontos base (p.b.) nas quatro reuniões seguintes, o Copom optou por interromper essa sequência de aumentos e a manteve em 13,75% a.a. nas duas últimas reuniões do ano (BOLETIM DO BACEN, 2008, p. 11).

Além de tentar manter a inflação dentro da meta em 2008, o governo deveria tomar decisões⁴² para enfrentar a crise internacional que ocorria na época e mitigar seus efeitos

ameaçados de não reaver os empréstimos feitos”. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2156:catid=28&Itemid=23>. Acesso em: 05 fev. 2016.

⁴¹ Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=6444>. Acesso em: 02 maio 2016.

⁴² Essas decisões estão relacionadas as medidas que deveriam ser tomadas para “mitigar os efeitos recessivos da crise, e reduzir-lhes o tempo de duração” e estão relacionadas não apenas a expansão da liquidez, mas também a expansão do gasto público (IPEA, 2010, p. 45). Ver FREITAS (2009). Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. Disponível

sobre a economia brasileira. O cenário recessivo observado com o fortalecimento da crise nos mercados financeiros internacionais “traduziu-se na reversão da postura mais restritiva adotada” pelo COPOM nesse ano. Após interromper, no final do ano, o ciclo de elevação da meta da Selic iniciado em abril, o órgão responsável pela condução da política monetária, iniciou em janeiro de 2009 mais um ciclo de redução, levando esta meta de 13,75% a.a. para 8,75% em julho, sendo este o menor patamar fixado durante a gestão Lula (BOLETIM DO BACEN, 2009, p. 12).

Segundo o IPEA (2010, p. 49)⁴³, as reduções ocorridas na Selic seguiram uma “trajetória parcimoniosa de modo a assegurar” que a inflação convergisse para a trajetória das metas. Desse modo, observa-se que a forma cautelosa como foi conduzida a redução da Selic⁴⁴ pelo COPOM, indica que a política monetária foi gerida através do sistema de metas de inflação, permitindo afirmar que “a inflação permaneceu dentro da meta, sem que houvesse qualquer necessidade de flexibilização do regime de metas”.

Nesse contexto, Barbosa e Souza (2009) consideram que esse corte de juros realizado pela autoridade monetária teve caráter retardatário, visto que havia uma preocupação excessiva em relação aos impactos inflacionários que a depreciação do real poderia causar a economia brasileira. No entanto, afirmam que esse atraso da política monetária em estimular a recuperação econômica do país foi compensado por meio da política fiscal⁴⁵.

A partir de setembro de 2009, os “sinais de recuperação da atividade econômica” e a “percepção de que os efeitos integrais da flexibilização monetária implementada até então ocorreriam com certa defasagem temporal” fizeram o BACEN interromper os cortes na Selic e esta permaneceu em 8,75% a.a. durante cinco reuniões consecutivas do COPOM, voltando a sofrer três elevações consecutivas de abril a julho de 2010, atingindo o nível de 10,75% a.a. neste último mês, permanecendo neste percentual durante as três últimas reuniões do ano - ver Gráfico 3.2 (SOUZA JÚNIOR, 2014).

em:<http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142009000200011&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt>. Acesso em 06 fev. 2016.

⁴³ Disponível em:<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=6444>. Acesso em: 02 maio 2016.

⁴⁴ A despeito da redução da taxa Selic para níveis historicamente baixos, a taxa de juros básica brasileira continuou entre as maiores do mundo, quando medida em termos reais.

⁴⁵ O governo adotou medidas temporárias de desoneração tributária, tais como: “isenção ou redução nas alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidentes sobre eletrodomésticos, automóveis, produtos da construção civil, móveis e bens de capital”. Além disso, o governo também atuou através da administração da política de comércio exterior criando instrumentos para assegurar a liquidez em moeda estrangeira, “em cenário de escassez de linhas de crédito externas e, em consequência, de deslocamento de parcela significativa das operações financeiras relativas ao comércio exterior brasileiro para o mercado doméstico” (BOLETIM DO BACEN, 2009, p. 11).

A postura mais cautelosa do Comitê justificava-se na medida em que, embora continuassem favoráveis as perspectivas de concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguisse registrando dinâmica consistente com a trajetória das metas [...]. O COPOM considerou, também, que a manutenção da taxa de juros básica no patamar mencionado contribuiria para mitigar o risco de reversões abruptas da política monetária no futuro e, assim, para a recuperação consistente da economia ao longo dos próximos trimestres (BOLETIM DO BACEN, 2009, p. 44).

Segundo Souza Júnior (2014), além de alterações promovidas na Selic, durante 2010, outras medidas foram tomadas com o intuito de aliviar os efeitos da crise de 2008⁴⁶. Em outubro, ocorreu o processo para eleição presidencial no país, que mais uma vez foi decidida através de segundo turno, com a vitória da candidata do PT, Dilma Rousseff⁴⁷. Ao vencer a eleição, Dilma prometeu que o seu governo seria igual ao atual. Entretanto, Pereira (2013, p. 5) afirma que o atual governo não conseguiu romper com a política do “tripé macroeconômico”⁴⁸ que dominou o Brasil desde 1999, desse modo, a gestão apenas seria bem-sucedida se rompesse com a política de juros altos.

A pausa ocorrida no ciclo de aperto monetário entre setembro e dezembro de 2010, no que diz respeito à Selic, foi compensada pelo aumento do compulsório em dezembro, que liderou a retomada do arrocho monetário que continuou até meados de 2011. Assim, destaca-se pela primeira vez depois de muitos anos que a autoridade monetária voltou a dar importância ao recolhimento compulsório como mecanismo capaz de substituir a taxa básica de juros da economia no controle da demanda agregada e dos preços (SOUZA JÚNIOR, 2014). Diante desse cenário, encerrava-se o governo Lula, sendo este substituído por Dilma Rousseff a partir de janeiro de 2011. Essa nova gestão será discutida no tópico seguinte.

3.3. Governo da Presidente Dilma Vana Rousseff

A proposta apresentada pela presidente Dilma no início de sua gestão, esteve pautada em dar continuidade ao trabalho que havia sido realizado durante o governo Lula. A herança

⁴⁶ Medidas visando aumentar o volume de recolhimentos por volta de R\$ 71 bilhões – montante que equivale a aproximadamente 71% do total de recursos liberados pelas medidas anticrise do final de 2008 e início de 2009.

⁴⁷ Dilma Vana Rousseff, candidata pelo Partido dos Trabalhadores, foi eleita presidente do Brasil em 31 de outubro de 2010 com o equivalente a 56,05% dos votos válidos, vencendo o candidato do PSDB, José Serra. Apoiada pelo presidente Lula, também do PT, Dilma saiu vencedora da primeira disputa eleitoral em que concorreu, sendo a primeira mulher a assumir o cargo de presidente na história do país (FERNANDES 2012). Para mais detalhes sobre a construção da trajetória política de Dilma Rousseff, ver, por exemplo: “As representações midiáticas de Dilma Rousseff no cenário político brasileiro” de Carla Montuori Fernandes. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/aurora/article/view/9266/7522>>.

⁴⁸ Metas para inflação, taxas flutuantes de câmbio e geração de superávits primários.

macroeconômica que a presidente recebeu foi bastante pesada: elevada taxa de juros e uma taxa de câmbio altamente apreciada (PEREIRA, 2013).

Segundo Cagnin et. al. (2013), o regime de metas de inflação se manteve com um dos pilares centrais da política econômica desse novo governo. Sob o comando de Alexandre Tombini⁴⁹ ocorreram alterações na política monetária e na utilização de seu principal instrumento, a taxa Selic. No primeiro semestre de 2011 a política monetária teve caráter restritivo⁵⁰, com o objetivo de esfriar a atividade econômica e, assim, conter a aceleração inflacionária observada naquele momento.

[...] o Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM) realizou oito reuniões ordinárias no ano, conforme calendário pré-estabelecido. Nas cinco primeiras reuniões, avaliando que os riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno derivavam, no âmbito externo, de elevações nos preços das *commodities* e, internamente, do descompasso entre os crescimentos da absorção doméstica e da capacidade de expansão da oferta, o COPOM promoveu cinco elevações consecutivas, totalizando 175 p.b. na taxa básica de juros, fixada em 12,50% a.a. em julho (BOLETIM DO BACEN, 2011, p. 12).

A partir de agosto, o COPOM interrompeu o ciclo de evolução da Selic⁵¹ promovendo três cortes consecutivos de 0,5 p.p. nas últimas reuniões do ano. Com isso, a taxa básica de juros passou de 12,5% a.a. em julho, para 11% em novembro. De acordo com o boletim anual divulgado pelo BACEN, nas reuniões de agosto, outubro e novembro, o COPOM fez a seguinte avaliação:

o impacto sobre a inflação dos choques de oferta registrados na primeira metade do ano e [...] os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda passavam a ocorrer em intensidade decrescente. Nesse ambiente, em que ocorriam recuos no nível de utilização da capacidade instalada e substancial deterioração do cenário internacional, o COPOM ponderou que o cenário prospectivo para a inflação passava a acumular sinais favoráveis (BOLETIM DO BACEN, 2011, p. 12).

Cagnin et. al. (2013, p. 170) explica que de agosto de 2011 até junho de 2012, “foi condicionado pelo aprofundamento da crise da área do euro”⁵². Com a desaceleração da atividade econômica, o governo adotou medidas anticíclicas, contudo menos intensas que

⁴⁹ Alexandre Tombini ex-diretor do BACEN assumiu a presidência deste órgão, após a saída de Henrique Meirelles.

⁵⁰ Além da política monetária, a política fiscal também apresentou uma trajetória restritiva durante esse período.

⁵¹ “[...] a redução da meta da taxa Selic em agosto de 2011 surpreendeu o mercado, pois esta taxa havia aumentado na reunião anterior do Copom, realizada em julho. Esta foi a primeira vez na história do Copom que um aumento da meta da taxa Selic em determinada reunião foi seguido por uma redução da taxa na reunião seguinte” (SOUZA JÚNIOR, 2014, p. 135).

⁵² Ver, por exemplo, Freitas, Maria Cristina Penido. “A crise na área do euro”. Boletim de Economia da Fundap, nº 10, dez. 2011. Disponível em <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/PDF/Boletim_de_Economia_10_Setorial_A_crise_na_area_do_euro.pdf>.

aquelas tomadas em 2008 e 2009⁵³. Com a deterioração do cenário externo e a desaceleração da inflação, a política econômica passou a priorizar o diferencial entre taxa básica de juros da economia e as taxas de juros internacionais. Além disso, o governo decidiu conter gastos públicos e ampliar o controle de capital “diante do receio de uma nova enxurrada de capitais externos após a expansão de liquidez pelo Banco Central Europeu (BCE), em dezembro de 2011 e fevereiro de 2012”.

Ao longo de 2012, o COPOM manteve o declínio da meta para a Selic que havia se iniciado em agosto do ano anterior. Das oito reuniões realizadas, em sete foram introduzidos cortes na Selic, que passou de 11% a.a. no final de 2011, para 7,25% a.a. em outubro (ver gráfico 3.2). Na reunião de janeiro, o Comitê avaliou que o cenário futuro da inflação acumulava sinais favoráveis, desde a última realizada em 2011 e por isso, “[...] decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic de 11% para 10,5% a.a., sem viés”(BOLETIM DO BACEN, 2012, p. 39).

Durante a reunião de março, o COPOM surpreendeu ainda mais o mercado, ampliando o percentual de corte na meta da taxa Selic que vinha sendo de 0,50% desde agosto de 2011, para 0,75%, fixando-a em 9,75% a.a. (CARTA DE CONJUNTURA, nº 16, 2012). Com isso, os juros retornaram ao patamar de um dígito quase dois anos depois. Nas reuniões de abril e maio, esta meta foi alterada para 9% a.a. e 8,5% a.a., respectivamente.

De acordo com o Boletim do BACEN (2012, p. 39), as últimas decisões foram condicionadas aos seguintes fatores:

- a) a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre de 2011 ter sido maior do que se antecipava, uma vez que a recuperação se materializava de forma gradual;
- b) a instabilidade causada pela crise financeira europeia;
- c) a taxa de inflação que se posicionava em torno da meta estabelecida para 2012.

O segundo semestre de 2012, na opinião de Cagnin et. al. (2013) ficou marcado pelo aprofundamento da desaceleração da atividade econômica. Na tentativa de estimular a economia, a meta da taxa Selic continuou a ser reduzida e os bancos públicos passaram a agir de forma anticíclica mais uma vez⁵⁴. Os cortes na Selic, como dito antes, permaneceram até a reunião de outubro, quando esta ficou estabelecida em 7,25% a.a., permanecendo neste patamar até março de 2013.

⁵³ Redução da taxa básica de juros, estímulos creditícios e desoneração tributária.

⁵⁴ Medida semelhante àquela observada em 2008 e 2009.

Segundo o Boletim do BACEN (2012, p. 40), a continuidade nos cortes da Selic foi resultado da recuperação da atividade econômica doméstica, bem como o cenário prospectivo para inflação, que na visão do COPOM matinha sinais favoráveis em prazos mais longos, ressaltando que, o atual cenário da inflação, “tendia a se deslocar na direção da trajetória de metas”.

Conforme Mesquita et. al. (2014), apesar de manter a meta da Selic em 7,25% a.a., sem viés, nas duas primeiras reuniões de 2013, o Banco Central começou a alertar no comunicado da reunião de janeiro sobre a necessidade de reverter o modo como estava sendo ajustada a taxa básica de juros da economia, reforçando esse alerta na reunião de março.

[...] o COPOM destacou que o balanço de riscos para a inflação apresentara piora no curto prazo e que a recuperação da atividade doméstica havia sido menos intensa do que o esperado, bem como que certa complexidade ainda envolvia o ambiente internacional (BOLETIM DO BACEN, 2013, p. 41).

A partir de abril, a autoridade monetária voltou a elevar a meta para a Selic (Mesquita et. al., 2014), fixando-a em 7,5% a.a., sem viés. Nesse momento iniciava-se um novo ciclo de elevações, que perdurou até abril de 2014, sendo fixada em 11% a.a. Segundo Silva et. al. (2014), para justificar essa decisão o órgão responsável pela condução da Selic utilizou como argumento o comportamento persistente que a inflação apresentou ao longo do ano.

Na reunião de maio, o COPOM considerou que, em ambiente de piora na percepção dos agentes econômicos sobre a própria dinâmica da inflação, fazia-se necessária a intensificação do ritmo de ajuste das condições monetárias em curso [...], o COPOM decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 8% ao ano, sem viés. Nas reuniões de julho e de agosto, o comitê considerou que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificada nos últimos trimestres ensejavam uma natural e esperada correção de preços relativos e constituíam fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos; e que o nível elevado de inflação e a dispersão de aumentos de preços contribuía para que a inflação mostrasse resistência. Nesse contexto, [...] o COPOM decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 8,5% a.a. sem viés, na reunião de julho, e para 9% a.a., sem viés, na reunião de agosto (BOLETIM DO BACEN, 2013, p. 41 e 42).

Segundo Contri, (2014) o discurso do BACEN e do mercado financeiro que se sustentava no sistema de metas para inflação, pautava-se no argumento que o aumento da taxa Selic daria credibilidade à política monetária, demonstrando o empenho da autoridade monetária no combate à inflação. Além disso, a elevação da taxa de juros atua como um estímulo à entrada de capital, evitando uma desvalorização ainda maior da moeda nacional.

Nas reuniões de outubro e novembro o Comitê de Política Monetária ponderou que

[...] a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses; os mecanismos formais e informais de indexação; e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação contribuía para que o processo inflacionário ainda mostrasse resistência. [...] o COPOM entendeu ser apropriada a continuidade do ritmo de ajuste das condições monetárias e, dando prosseguimento ao ajuste da taxa básica de juros, decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 9,5% a.a. e 10 % a.a., sem viés (BOLEIM DO BACEN, 2013, p. 42).

Nesse momento, a taxa básica de juros brasileira voltara ao patamar de dois dígitos, após sofrer sucessivas quedas em 2012 e situar-se no percentual de um dígito por mais de um ano durante o governo Dilma. Conforme destacado pela revista *Conjuntura Econômica* (novembro de 2014, p. 10) o governo optou por um ajuste gradual e crescente na Selic entre abril de 2013 até abril de 2014. E desse período em diante medidas ainda mais restritivas poderiam ser tomadas de modo a corrigir os rumos da economia brasileira.

Mais uma vez o COPOM avaliou que alta variação do índice de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribuía para que a inflação mantivesse resistência e por esse motivo não havia interrompido até o momento esse ciclo de elevação da Selic, contudo, no documento divulgado durante a reunião de abril ficou estabelecido que o Comitê fosse monitorar a evolução do cenário macroeconômico até a próxima reunião, para então definir as ações que dariam continuidade a condução da política monetária brasileira em 2014 (ATA DE COPOM – 182ª REUNIÃO, 2014).

Em continuidade à condução da política monetária, o Comitê decidiu interromper o ciclo de elevação da Selic que havia se iniciado em abril de 2013. Desse modo, após sofrer elevações durante nove reuniões consecutivas ficou estabelecido durante as reuniões de maio, julho e setembro de 2014 que a taxa básica de juros brasileira seria mantida no mesmo percentual fixado em abril, ou seja, 11% a.a.

Pelo menos até depois da eleição prevalecia no país um ambiente de incertezas em relação ao seu futuro político, aliado ao baixo crescimento e inflação elevada. Pressões tanto nas contas externas como nas contas públicas, taxas de juros muito elevadas e os escândalos de corrupção envolvendo políticos de situação e oposição ao governo (*CONJUNTURA ECONÔMICA*, out/2014, p. 48).

As eleições presidenciais em outubro de 2014 apresentaram um cenário semelhante ao ocorrido nas últimas disputas. Um candidato petista tido como favorecido, neste caso a atual Presidente, polarizou a disputa com uma coligação encabeçada pelo Partido da Social

Democracia Brasileira (PSDB) e seu candidato, Aécio Neves⁵⁵. Além disso, uma terceira candidatura competitiva buscava romper esse cenário, que de início era ocupada por Eduardo Campo⁵⁶, líder do Partido Socialista Brasileiro (PSB), que, no entanto, foi substituído por Marina Silva⁵⁷ após sua morte em um trágico acidente (AMARAL; RIBEIRO, 2015).

No primeiro turno a atual presidente saiu vitoriosa, com 41,59% dos votos válidos, seguida por Aécio Neves e Marina Silva com 33,5% e 21,32%, respectivamente (VALOR ECONÔMICO, 2014). O segundo turno, ocorrido em 26 de outubro, conforme Amaral e Ribeiro (2015, p. 110) ficou marcado por um forte acirramento político e ideológico. O candidato do PSDB contou com o apoio da candidata do PSB, Marina Silva, adotando uma estratégia de campanha mais agressiva, “defendendo o legado do governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) e criticando duramente a gestão econômica do governo Dilma e os escândalos de corrupção que envolveu o PT e o governo desde 2005”.

A atual presidente defendia os avanços sociais obtidos tanto na sua gestão como na do ex-presidente Lula (2003-2010). Além disso, apresentava “o candidato da oposição como representante de um retrocesso para o país e como uma ameaça às conquistas dos últimos anos”. O resultado da disputa eleitoral seguiu de forma indefinida até a realização e apuração do segundo turno, que confirmou a reeleição de Dilma Rousseff com 51,7% dos votos válidos - resultado mais apertado de uma eleição presidencial no Brasil (AMARAL; RIBEIRO, 2015, p. 110).

Após as eleições, o COPOM voltou a se reunir para discutir a condução da política monetária brasileira. Dois dias após a o segundo turno foi realizada a 186ª reunião e nesta o Comitê interrompeu o ciclo de manutenção da taxa básica de juros constante, elevando a Selic em 0,25 p.p. Para tomar esta decisão o BACEN considerou o risco da inflação, conforme o comunicado divulgado sobre esta reunião.

O COPOM, [...], decidiu elevar a taxa Selic para 11,25% ao ano, sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela manutenção da taxa Selic em 11%. [...] desde sua última reunião, entre outros fatores, a intensificação dos ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Parte de seus membros argumentou que incertezas ainda cercam a magnitude e a persistência desses ajustes e, por isso, posicionou-se a favor de que, neste momento, as condições monetárias permanecessem inalteradas. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou oportuno ajustar, de imediato, as condições

⁵⁵ Presidente do PSDB, Aécio Neves é Neto do ex-presidente do Tancredo Neves, ex-governador de Minas Gerais e atualmente ocupa o cargo de Senador.

⁵⁶ Eduardo Henrique Accioly Campos, neto do ex-governador de Pernambuco Miguel Arraes e também governador de Pernambuco por dois mandatos.

⁵⁷ Ex-petista e que já havia disputado uma eleição presidencial em 2010, na época filiada ao Partido Verde (PV).

monetárias, de modo a garantir, a um custo menor, a prevalência de um cenário mais benigno para a inflação em 2015 e 2016 (BOLETIM DO BACEN, 2014, p. 27 e 28).

Na última reunião do ano, o Comitê decidiu manter o aperto monetário iniciado na reunião anterior e elevou a taxa básica de juros para 11,75% a.a. – maior percentual fixado esta taxa desde outubro de 2011. Essa decisão foi tomada por unanimidade entre os membros do COPOM, sendo a segunda vez após a eleição presidencial que esse órgão optou por aumentar a Selic, no entanto, em um percentual de elevação maior do que o anterior.

[...] o COPOM decidiu, [...], intensificar, neste momento, o ajuste da taxa Selic e elevá-la em 0,50 p.p., [...] destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária. Entretanto, considerando os efeitos cumulativos e defasados da política monetária, entre outros fatores, o Comitê avalia que o esforço adicional de política monetária tende a ser implementado com parcimônia (ATA DO COPOM – 187ª REUNIÃO, 2014, parágrafos 28 e 31).

Ao final do primeiro mandato da presidente Dilma, a economia brasileira enfrentara uma situação econômica desfavorável com inflação elevada e acima do centro da meta, baixo ritmo de crescimento, fragilização dos indicadores fiscais, desequilíbrio externo, Selic elevada, dentre outros problemas (CURADO; NASCIMENTO, 2015).

Considerando a atuação do COPOM na condução da política monetária por meio da taxa básica de juros da economia durante o segundo mandato de FHC (1999-2002), os governos de Lula (2003-2010) e a primeira gestão de Dilma Rousseff (2011-2014), o próximo capítulo apresentará uma discussão sobre a trajetória da Taxa Selic e o comportamento da inflação.

4. A TRAJETÓRIA DA TAXA SELIC E O COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO

Conforme visto no capítulo anterior, o ano de 1999 foi marcado por importantes mudanças na condução da política econômica brasileira. De início houve a redefinição do sistema cambial, desse modo, a partir de janeiro a taxa de câmbio brasileira passou a flutuar livremente na economia, ou seja, passou a ser determinada pelo mercado cambial⁵⁸. A partir de junho desse mesmo ano, a condução da política monetária brasileira também passou por um processo de redefinição. Com a adoção do regime de metas para inflação, a da taxa de juros (Selic), tornou-se o principal instrumento de política monetária, expresso através de sua elevação ou redução, a ser fixado durante as reuniões do COPOM (BOLETIM DO BACEN, 1999). Para medida oficial de inflação passou a ser utilizada a variação acumulada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) ao final de cada ano, através da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Em face dessas mudanças, este capítulo apresentará uma breve discussão referente à trajetória da inflação entre 1999 e 2014, através do comportamento do IPCA. É importante ressaltar que este estudo só centrará seus objetivos em analisar o comportamento da inflação frente ao comportamento da Selic, deixando claro que não serão prolongadas análises de outras variáveis que poderão impactar a inflação na economia nacional.

4.1. O Histórico da Relação entre a Inflação e Taxa de Juros (Selic) entre 1999 a 2014

Com a adoção do Sistema de Metas para a inflação em junho, o IPCA passou a ser utilizado como medida oficial da inflação. Segundo Giambiagi et. al. (2011), a meta de inflação para 1999 esteve fixada em 8%, com uma tolerância de 2% acima ou abaixo do alvo. Além disso, também ficaram estabelecidas as metas inflacionárias para os anos 2000 e 2001, 6% e 4%, respectivamente conforme Tabela 4.1.

A tabela a seguir mostra os dados referentes ao histórico das metas de inflação entre 1999 e 2014, através desta é possível perceber que as taxas de inflação foram bem menores durante os governos Lula e Dilma em relação à segunda gestão FHC, que apesar de adotar esse novo modelo de política econômica não conseguiu cumprir as metas estabelecidas

⁵⁸ Mercado cambial é composto pelos demandantes e ofertantes de divisas.

durante os dois anos vigentes do governo, além de apontar maiores altas do índice de preços durante os quatro anos.

Tabela 4.1: Histórico de Metas para a Inflação no Brasil (1999-2014).

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003*	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004*	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005**	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	01/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,50
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5	6,41

Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no BACEN.

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

** Meta oficial estabelecida pelo CMN para 2005, contudo o BACEN deixou claro que trabalharia com a meta de 5,1%.

A trajetória ascendente dos preços apresentada pelo IPCA no início de 1999 comparativamente ao final do ano anterior⁵⁹ contribuiu para que a autoridade monetária aplicasse um forte aperto monetário, ainda no primeiro trimestre do ano, sendo meta a Selic elevada de modo significativo em março/99 (45% a.a.), sinalizando para uma redução já partir de abril do mesmo ano. No primeiro trimestre de 1999 a maior alta ficou a cargo dos meses de fevereiro e março cuja variação acumulada em doze meses atingiu 2,24% e 3,02%, respectivamente (ver Gráfico 4.1).

Durante todo o segundo semestre, o IPCA continuou em aceleração, no mês de julho, a alta acumulada em doze meses (4,57%) já havia atingido mais da metade do centro da meta estabelecida pelo CMN (8%). Com isso, a Selic passou a ser mantida constante no último trimestre do ano de 1999 (19% a.a.). Ao final de 1999, seis meses após a adoção do regime de metas inflacionárias, o índice acumulou uma alta de 8,94%, ante 1,65% de 1998, sinalizando

⁵⁹ O ano de 1998 encerrou com uma alta de inflação acumulada em 1,65%.

uma forte aceleração. Esse resultado situou-se dentro do limite superior de 10% estabelecido pelo CMN como meta inflacionária – ver Tabela 4.1.

Apesar da inflação em 1999, não extrapolar o limite superior da meta anual Rodrigues (2014), explica que o controle de preços não foi eficaz, uma vez que o centro da meta foi rompido. Ele pondera que o fato desse ser o primeiro ano do sistema de metas e seu alvo ser definido em meados deste, dificultou a atuação da autoridade monetária devido ao curto espaço de tempo para conduzir a política econômica de controle de preços. Destacando que o relaxamento monetário em boa parte de 1999 exerceu uma grande pressão sobre os preços.

No início do ano 2000, a inflação, como pode ser visto através do Gráfico 4.1 apresentou um caminho diferente do observado no ano anterior. Até maio o índice seguiu em desaceleração, nesse mês a variação acumulada em doze meses registrou alta de 6,47%. No início do segundo semestre, o índice teve um crescimento expressivo, com variação mensal 1,61% em julho (a maior do ano) e 1,31% em agosto⁶⁰, acumulando em doze meses um crescimento de 7,06% e 7,86%, respectivamente. Em setembro, o IPCA apresentou um leve recuo comparativamente a agosto, seguindo em desaceleração nos meses seguintes, encerrando o ano com alta de 5,97%, resultado 2,97% inferior à variação de 1999.

Durante o ano 2000, a Selic manteve a trajetória descendente iniciada em 1999, sofrendo alguns cortes a partir de abril, encerrando o período em 15,75% a.a., devido à desaceleração apresentada pela inflação em alguns momentos. Durante os quatro anos que compõem a segunda gestão de FHC, apenas em 2000 a taxa efetiva de inflação anual cumpriu a meta sem situar-se no seu limite superior, diferentemente da gestão Lula, por exemplo, que apresentando menores níveis de inflação conseguiram cumprir a meta estabelecida pelo CMN praticamente todos os anos, com exceção apenas de 2003, como pode ser observado na Tabela 4.1.

Como resposta ao menor resultado registrado pela inflação no ao final do ano anterior, no início de 2001, o COPOM reduziu os juros básicos para 15,25% a.a., contudo, a preocupação com a inflação que voltou a ser pressionada a partir de fevereiro ocasionou um novo aperto monetário ainda no primeiro trimestre do ano. Assim, já em março iniciou-se mais um ciclo de elevação nos juros básicos da economia, o qual foi interrompido a partir de agosto (RODRIGUES, 2014) em resposta ao recuo apresentado pelo índice de preços. Conforme divulgado pelo Boletim do BACEN (2001), a variação do IPCA, acumulada em

⁶⁰ Dados disponíveis no Relatório de Inflação (Setembro de 2000). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RI>>. Acesso em: 25 mar. 2016.

2001 situou-se em 7,67%, ultrapassando o limite superior da meta inflacionária estabelecida para o ano (Tabela 4.1).

Conforme pode ser observada no Gráfico 4.1, a evolução da Selic ao longo do período (1999-2014) registrou maiores percentuais especialmente durante o segundo governo FHC e início do governo Lula, com destaque para o ano de 2003, com valores percentuais estabelecidos acima de 20% a.a. até agosto. Desse modo, é possível perceber uma maior flexibilidade da política monetária praticada pelos presidentes Lula e Dilma comparativamente a gestão FHC, que manteve os juros básicos da economia em níveis acima de 15% a.a. na maior parte do período e com picos de 34% e 45% a.a., em 1999 e 25% a.a. em 2002.

No início de 2002, a inflação acumulada registrou alta inferior a do final de 2001, contribuindo para que o Banco Central praticasse cortes na Selic entre fevereiro e março. No entanto, a pressão dos preços ao longo do ano que mantinham valores acima do limite superior da meta contribuiu para que em outubro os juros básicos assumissem uma trajetória ascendente, alcançando ao final de 2002, o mesmo patamar do início de 1999, ou seja, 25% a.a., permanecendo em elevação também no início do ano seguinte.

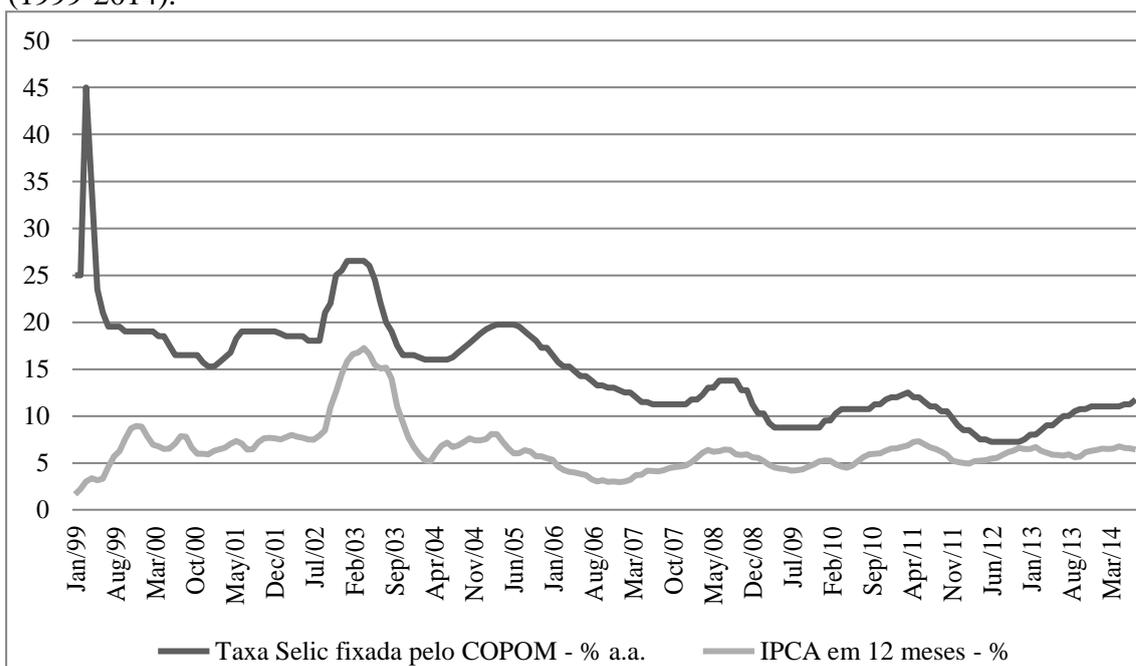
No que concerne à inflação, com base no IPCA, a taxa de variação registrada pelo índice alcançou 12,53% ao final de 2002, ultrapassando a meta estabelecida pelo CMN, 3,5% e o intervalo de tolerância de mais 2%. A alta do índice foi 4,86% superior àquela registrada em 2001. A Carta Aberta divulgada pelo presidente do BACEN sobre as causas para o não cumprimento da meta destaca os seguintes fatores: (i) a evolução dos preços administrados por contratos e monitorados; e (ii) a crise de confiança dos agentes econômicos e o forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais que contribuíram para a fuga de capitais da economia doméstica, refletindo na depreciação acentuada do câmbio e deterioração das expectativas de inflação (CARTA ABERTA, 2003).

Os quatro primeiros anos do sistema de metas de inflação no Brasil foram marcados por duas fases distintas. A primeira entre 1999 e 2000 ocorreu cumprimento da meta, especialmente por causa do resultado apresentado pelo IPCA no segundo ano, o qual registrou uma inflação efetiva abaixo do centro da meta estabelecida para o ano. A segunda que abrange os anos 2001 e 2002 representa uma fase mais crítica para a experiência brasileira, visto que a inflação anual extrapolou não apenas o centro da meta, mas também o seu limite superior, com ênfase para 2002 que registrou a maior variação anual considerando todo o período, encerrando a segunda gestão FHC com alta de 12,53%, o que acabou refletindo no ano seguinte, início da gestão Lula.

Outro aspecto observado em relação à inflação desse período está no comportamento dos nove grupos que compõem o IPCA. Através do Gráfico 4.2, compreende-se que dentre esses segmentos destacam-se transportes, cuja maior alta acumulada ocorreu em 1999 e o grupo despesas pessoais que nesse ano registrou a menor alta 2,8% considerando esse período. Destaca-se também o ano de 2002, o qual registrou a maior alta do índice, 12,53%, nesse ano o grupo alimentação e bebidas, saúde e cuidados pessoais tiveram alta muito próxima a 20%, além disso, habitação, artigos de residência e vestuário acumularam valores bastante significativos em comparação aos anos anteriores.

Considerando o efeito Fisher, observa-se através do gráfico a seguir que durante esse período que elevações nas expectativas em relação à inflação, bem como a sua trajetória, contribuem para que o Banco Central através de seu órgão competente altere a taxa de juros nominal da economia, representada pela Selic. Como mencionado no início desta pesquisa, de acordo com o efeito Fisher, a taxa de juros nominal é alterada conforme variar as expectativas em relação à inflação ou taxa de juros real. Desse modo, é possível compreender porque a Selic tem passado por aumentos sucessivos em algumas reuniões do COPOM, conforme se deterioram as expectativas de inflação. Cabe ressaltar também o fato dos juros sofrerem alguns cortes nos momentos em que a inflação desacelera-se, mostrando um cenário de melhora em relação às expectativas dos agentes econômicos sobre esta variável.

Gráfico 4.1: Selic fixada pelo COPOM versus IPCA acumulado em 12 meses (1999-2014).



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN – Séries Temporais.

Com base nos dados apresentados no Gráfico 4.1 obteve-se, conforme o cálculo contido no anexo, um coeficiente de correlação equivalente a 0,45 entre as variáveis para o período em análise. O resultado do coeficiente de correlação está sempre entre -1 e +1⁶¹, neste caso, o resultado apresentado (0,45) está mais próximo de +1. A correlação entre as variáveis é maior do que zero, assim, o aumento de uma ocasionará a elevação da outra. O resultado obtido mostra que a correlação entre essas variáveis é forte. Outras variáveis podem interferir nos valores da taxa Selic e da inflação, contudo não são citadas neste capítulo e também não foram incluídas durante o cálculo do coeficiente.

O cenário de alta inflação apresentado ao final da gestão FHC se fortaleceu durante o primeiro ano do governo Lula, especialmente até outubro/2003, cujas taxas de variação acumulada pelo IPCA, apontaram altas significativas comparativamente ao período 1999/2002. O Gráfico 4.1 demonstra que tendo em vista o resultado apresentado pelo índice, durante o primeiro semestre de 2003, o COPOM manteve em elevação os juros básicos, atingindo ao final desse período o maior percentual do governo Lula (26% a.a.), além de ser o maior percentual desde maio de 1999.

O movimento nos juros básicos permaneceu até abril de 2004, seguindo a acomodação da inflação em relação ao mesmo período de 2003. No entanto, a pressão exercida sobre os preços no final do primeiro semestre e persistente no início do segundo, contribuiu para uma maior cautela na condução da Selic, visto que em agosto o índice acumulou 7,18%, percentual próximo ao limite superior da meta (8%).

A inflação efetiva, com base no IPCA fechou o ano de 2004 em 7,6%, a segunda queda consecutiva, comparativamente a 2002 e o segundo menor percentual desde 1999. Esse comportamento do índice durante o ano é um reflexo das medidas de política monetária que foram praticadas para “impedir que aumentos localizados de preços se propagassem para os demais segmentos da economia”, devido à expansão da demanda doméstica (CARVALHO E LEPIKSON, 2006; BOLETIM DO BACEN, 2004, p. 38).

Como pode ser observada no Gráfico 4.1, já no início de 2005, a pressão exercida sobre a inflação passou a preocupar a autoridade monetária sobre os rumos que o índice

⁶¹ Quanto mais próximo de 1 maior a correlação entre as variáveis analisadas em tal amostra. Usamos o termo correlação positiva quando o coeficiente de correlação é maior que zero ($r > 0$), e nesse caso à medida que uma variável cresce a outra também cresce, e correlação negativa quando o coeficiente for menor que zero ($r < 0$), e nesse caso à medida que uma variável cresce, a outra decresce (em média). Quanto maior o valor de r (positivo ou negativo), mais forte será essa a associação. Se $r = 1$ ou $r = -1$ todos os pontos em um gráfico de dispersão caem exatamente numa linha reta. No entanto, se $r = 0$ não existe nenhuma associação *linear* entre as variáveis (FREUND, 2006).

oficial de preços poderia tomar ao longo do ano, uma vez que durante todo o primeiro semestre ele acumulou variações acima do limite superior da meta anual. Desse modo, a Selic continuou em elevação durante esse período evoluindo gradativamente, atingindo o patamar de 19,75% a.a. em maio, permanecendo neste percentual até agosto, refletindo a relativa melhora em relação à inflação, que a partir de agosto passou a acumular menores variações a cada mês, comparativamente aos seis primeiros meses do ano.

Para Carvalho e Lepikson (2006) o ano de 2005 apresentou os melhores resultados no tocante ao combate a inflação por parte do governo Lula, comparativamente aos dois anos iniciais desta gestão. A variação acumulada anual de 5,69% registrada pelo IPCA foi a menor desde 1998, quando o índice acumulou 1,65% e a terceira menor desde o surgimento do Plano Real. Utilizando a Selic como único instrumento de combate a inflação, o objetivo da gestão Lula durante esse ano era atingir a meta estabelecida, conseguindo manter a inflação efetiva abaixo de seu limite superior (7%).

O ano seguinte, além de registrar menor inflação desde 1999, ficou marcado por menores taxas de juros nominais, registrando, a Selic, ao longo do ano oito quedas consecutivas.⁶² As taxas de inflação continuaram recuando, apresentando patamares bastante reduzidos, a partir de maio a variação acumulada em doze meses estava inferior ao centro da meta de inflação anual, como mostra o Gráfico 4.1. No final do ano, o IPCA acumulou 3,14%, ficando pela primeira vez abaixo do centro da meta e pelo terceiro ano seguido abaixo do limite superior (RODRIGUES, 2014).

Comparando a política de controle de preços através da taxa Selic estabelecida pelos governos FHC e Lula até o presente momento, é possível observar que no segundo caso, o cenário de menor inflação que vinha ocorrendo, contribuiu para que aos poucos os juros básicos da economia tivessem um menor crescimento, pela primeira vez desde a adesão ao sistema de metas, a autoridade monetária praticou taxas entre 11% a.a. e 12% a.a., em 2007. Cabe ressaltar também o fato de que pela segunda vez consecutiva a inflação efetiva anual registrada pelo IPCA (4,46%) situou-se abaixo do centro da meta estabelecida (4,5%).

Apesar do sucesso que vinha sendo obtido pela autoridade monetária no que concerne ao cumprimento da meta estabelecida para a inflação, o ano de 2008 apresentou panorama distinto, devido à aceleração apresentada logo no início do ano, em relação a 2007, mas nada que se comparem as taxas elevadas registradas especialmente entre os anos 2001 e 2003. Diante desse cenário de pressão sobre os preços, a Selic voltou a ser elevada no

⁶² A partir de 2006 a periodicidade das reuniões do COPOM foi alterada passando a realizar oito reuniões a cada ano.

primeiro trimestre de 2008, finalizando o ano em 13,75% a.a. (patamar fixado pelo COPOM na reunião de dezembro).

O Banco Central conduziu a política monetária brasileira ao longo de 2008 com o objetivo de manter o IPCA no centro da meta 4,5% estabelecida pelo CMN, como vinha ocorrendo nos dois últimos anos. Segundo Freitas (2009, p. 134) “a partir do diagnóstico de que havia risco relevante para o panorama inflacionário, em razão do descompasso persistente entre o ritmo da expansão da demanda e o da oferta doméstica” a Selic voltou a ser elevada de abril a setembro. A inflação medida pelo índice encerrou o ano com alta de 5,9%, superior aos três anos anteriores, no entanto, abaixo do limite superior estipulado como meta para o ano (6,5%) e dos resultados da gestão anterior (BOLETIM DO BACEN, 2008).

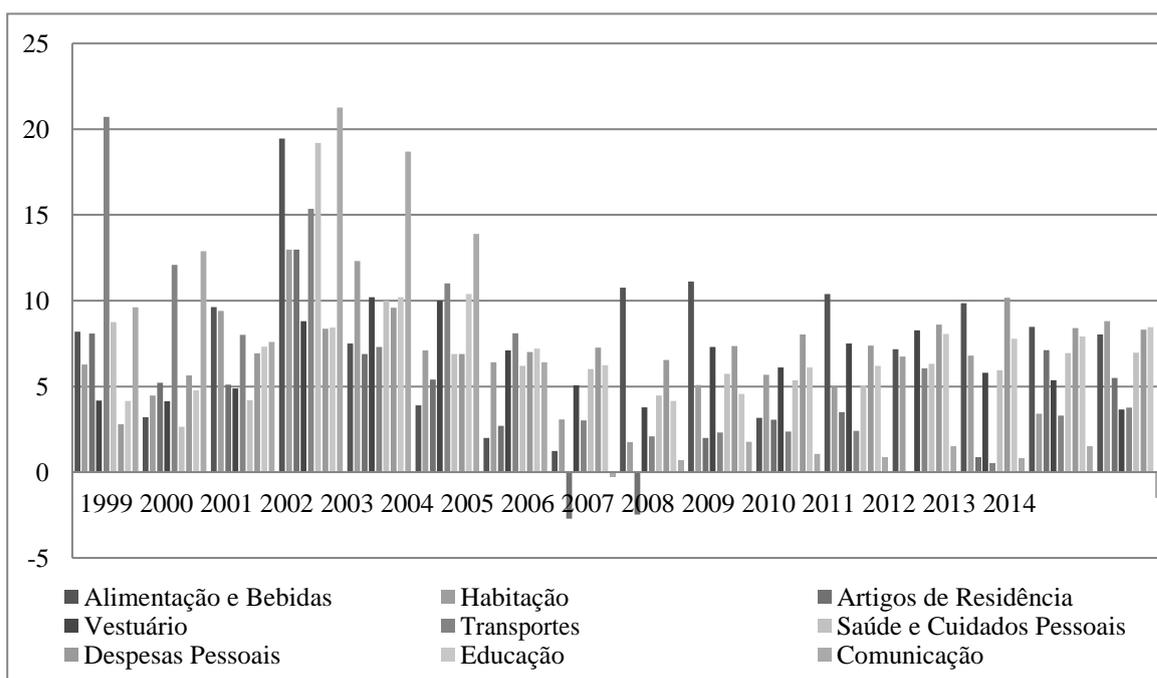
No início de 2009 devido à menor variação apresentada pelo IPCA comparativamente ao resultado registrado ao final do ano anterior, o Banco Central passou a realizar cortes na Selic. Durante o primeiro semestre do ano a inflação recuou aos poucos acumulando em janeiro uma variação de 5,84% e ao final do período 4,8%. Tanto os juros básicos da economia como a inflação seguiram em queda durante todo o primeiro semestre do ano. Por outro lado, a partir de setembro, seguiram movimentos distintos, enquanto a Selic permaneceu constante a inflação continuou recuando e apesar da leve aceleração em dezembro (acumulando em doze meses 4,31%) em relação a novembro, encerrou 2009 abaixo do centro da meta estabelecida pelo CMN.

De setembro de 2009 até março de 2010, a Selic fixada pelo COPOM se manteve em 8,75% a.a. menor percentual desde 1999, resultado da maior flexibilidade da política monetária praticada naquele momento. Apesar de não reduzir a meta nesse período, existia uma perspectiva positiva em relação à inflação, dado que entre julho e dezembro de 2009 a variação acumulada pelo IPCA em doze meses ficou abaixo do centro da meta de inflação (4,5%). Por outro lado, durante 2010, o índice seguiu em ascensão, apesar de acumular em alguns momentos variações abaixo do limite superior da meta, encerrando o ano com alta de 5,91%, mesmo percentual alcançado pela gestão Dilma em 2013 e o maior desde 2004.

Considerando o período que vai de 2003 a 2010, referente ao governo Lula, comparativamente aos quatro primeiros anos sistema de metas para a inflação, o qual corresponde à segunda gestão FHC, temos um quadro de queda em relação ao nível de inflação, com base no IPCA acumulado ao final de cada ano. A variação anual média do índice entre 1999 e 2002 foi de 8,77%, entre 2003 e 2006, tem-se um resultado menor, 6,43%, os quatro anos seguintes, registraram uma média ainda menor, 5,14%, refletindo em uma melhora no desempenho da política econômica do país, no tocante ao controle da inflação.

O gráfico a seguir ilustra a variação percentual dos grupos que compõem o IPCA e mostra que no período correspondente à gestão Lula seus níveis foram menores em relação à segunda gestão FHC, especialmente entre 2005 e 2010, onde os grupos apresentaram altas inferiores a 10% (exceto alimentação e bebidas que em 2007, 2008 e 2010, acumularam uma variação anual de 10,77%, 11,11% e 10,39%, respectivamente). Destaquem-se também alguns grupos como artigos de residência e comunicação que apresentaram deflação em alguns momentos, comparativamente ao governo anterior, que não acumulou variações negativas em nenhum ano. Considerando a gestão seguinte observam-se também menores valores percentuais dentre esses grupos, a maior alta do período ocorreu no segmento despesas pessoais, 10,17% seguido por alimentação e bebidas, 9,86%, ambos em 2012. Artigos de residência, em 2012, registrou uma variação nula e o grupo comunicação acumulou deflação ao final de 2014.

Gráfico 4.2: IPCA por grupos - variação percentual acumulada no ano (1999-2014).



Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN – Séries Temporais.

O ciclo de evolução iniciado em 2010 pela Selic continuou até julho do ano seguinte quando esta alcançou 12,5% a.a., no entanto, a partir de agosto essa tendência foi revertida através de uma série de cortes consecutivos que permaneceram até outubro de 2012 chegando ao patamar de 7,25% a.a., menor percentual fixado pelo COPOM considerando os três governos analisados nesta pesquisa. No que concerne à inflação, observa-se durante o governo

Dilma que o aumento de preços registrado pelo IPCA apresentou taxas muito próximas ao período anterior, o qual compreende a gestão Lula e inferior ao governo FHC.

Com elevações na Selic durante os sete primeiros meses de 2011 a autoridade monetária trabalhava para conter as pressões inflacionárias que vinham ocorrendo, visto que o IPCA durante esse período manteve-se em ascensão, como poder ser visto através do Gráfico 4.1. A partir de outubro, a tendência de elevação no índice se reverteu, mostrando que a atuação da política econômica surtia resultado positivo frente as variação dos preços, apesar do índice registrar em dezembro uma variação de 6,5% equivalente ao limite superior estabelecido como meta de inflação para o ano.

Como mencionado antes os cortes da Selic iniciado em agosto de 2011 permaneceram até outubro de 2012, com o Banco Central levando esta meta para 7,25% a.a., mantendo este patamar até o primeiro trimestre de 2013. Observa-se através do Gráfico 4.1 que a desaceleração registrada a partir de outubro de 2011 pelo IPCA acumulado em doze meses permaneceu até junho de 2012 quando a variação do índice foi de 4,92%. Em sentido oposto, a evolução do índice sofreu aumentos consecutivos fechando 2012 com uma alta acumulada de 5,84%.

A volta do aperto monetário em abril de 2013 refletiu a pressão exercida sobre o IPCA naquele período, no mês de março a inflação acumulada em doze meses, 6,59%, ultrapassou não apenas o centro da meta de inflação para o ano, mas também o seu limite superior, contribuindo para que a expectativa em relação ao não cumprimento da meta alterasse o pensamento em relação à condução da política monetária através dos juros básicos da economia. Considerando o atual momento da economia brasileira, a Selic foi alterada para 7,5% a.a. em abril, sofrendo elevações nos meses posteriores, um ciclo encerrado apenas em fevereiro de 2014.

A inflação ainda manteve-se elevada durante segundo trimestre de 2013, registrando no acumulado de doze meses 6,7% em junho. Em sentido oposto, começou a apresentar quedas a partir de julho (acumulando em doze meses 6,27%), recuando nos meses seguintes fechando o ano de 2013 em 5,91%, 0,07 pontos percentuais acima da alta acumulada no ano anterior. A variação registrada pelo IPCA em 2013 se comparado àquela do ano anterior (5,84%), mesmo não ultrapassando o limite superior da meta anual (6,5%) mostrou certa resistência por parte do nível de preços, apesar da postura contracionista adotada ao longo ano, mas nada que se compare aos elevados níveis registrados, em alguns momentos da gestão FHC e início do governo Lula, cujas variações acumularam alta acima de 10%, no segundo caso.

Durante 2014, a inflação seguiu pressionada, através do Gráfico 4.1, observa-se que a taxa de inflação acumulada mesmo registrando desaceleração em janeiro (comparativamente a dezembro de 2013), voltou a assumir uma trajetória ascendente a partir de fevereiro, enquanto a Selic se manteve no mesmo patamar de abril (11% a.a.) até setembro. Destaque-se que as expectativas quanto à convergência da inflação anual para a meta não eram favoráveis naquele período, uma vez que o IPCA acumulado em doze meses registrou em julho um percentual equivalente ao limite superior da meta – 6,5%.

No último trimestre do ano, a Selic voltou a aumentar justamente quando a inflação acumulada começou a apresentar variações maiores. Nesse período, o índice apresentou uma pequena retração apontando em dezembro uma variação acumulada de 6,41%, mostrando aceleração, comparativamente aos anos de 2012 e 2013 (ver Tabela 4.1). A inflação efetiva do IPCA nesse ano conseguiu cumprir a meta estabelecida pelo CMN, no limite superior da mesma, pela quinta vez consecutiva desde 2010, apesar da pressão inflacionária ocorrida durante todo o ano.

Os resultados em relação a esse período mostram que ao final de 2014 a economia brasileira apresentava indícios de que as pressões inflacionárias voltavam a desafiar os gestores de política monetária, apesar do nível de preços oficial não extrapolar o limite superior da meta durante esses quatro anos acumulou aceleração nos dois últimos comparativamente a 2012. Cabe ressaltar também que a inflação média anual, 6,16%, apesar das pressões sobre os preços no período, foi inferior a média registrada durante os quatro primeiros anos do regime sistema de metas, correspondente ao segundo governo FHC. Considerando este panorama sobre a economia brasileira, a partir dos dados referentes ao IPCA à evolução dos juros básicos da economia (Selic) estabelecido nas reuniões do COPOM, o próximo capítulo trará as considerações finais em relação à pesquisa realizada.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na busca pela estabilidade de preços, os gestores da política monetária brasileira vêm percorrendo um longo caminho. Foram criados diversos planos econômicos, sem sucesso, até a concepção do Plano Real que se revelou um instrumento eficaz no que concerne ao controle da inflação. Esta pesquisa buscou analisar como se deu a trajetória da taxa Selic e sua relação com a inflação na economia brasileira entre os anos 1999 e 2014, período correspondente ao segundo Governo Fernando Henrique Cardoso e os Governos de Luiz Inácio Lula da Silva e Dilma Rousseff.

Em 1999, um novo modelo, conhecido como os pilares da política econômica brasileira foi implementado. Primeiro, a mudança do regime cambial, sendo adotado o câmbio flutuante, no lugar do fixo. Segundo, foi instituído o sistema de metas para inflação, com o IPCA tornando-se a medida oficial da inflação, sendo estipulada pelo CMN uma meta anual para o nível de preços e um intervalo de tolerância, com a taxa básica de juros Selic fixada pelo COPOM como meta, conforme a condução da política monetária pelo BACEN.

O período inicial de redefinição da política monetária brasileira apresentou-se de modo positivo, uma vez que durante os anos 1999 e 2000 foi possível o cumprimento da meta anual estabelecida, apesar da aceleração registrada pelo índice de referência durante o ano de 1999 (em relação ao ano anterior) e da política de redução da Selic iniciada em abril que perdurou até janeiro de 2001. Além disso, as incertezas em relação à economia internacional que poderiam afetar a economia brasileira de forma negativa, não chegaram a contribuir para o descumprimento de meta de inflação durante esse período, especialmente no ano 2000 cuja variação acumulada do IPCA manteve-se abaixo do centro da meta

Após essa fase de sucesso inicial observou-se um momento crítico em relação ao controle de preços. De 2001 até 2003 não foi possível o cumprimento da meta de inflação anual, nesse período, ocorreram alguns eventos de ordem interna e externa que dificultaram a condução da política monetária brasileira, fazendo o Banco Central agir com cautela, elevando a Selic em dois momentos. O primeiro ocorreu logo no final primeiro trimestre de 2001 até julho do mesmo ano, o segundo a partir de outubro de 2002, final da gestão FHC, perdurando até fevereiro do ano seguinte, quando o presidente Lula já havia tomado posse do governo brasileiro.

Destaca-se ao longo de 2001 a fragilidade da situação econômica internacional devido à crise da Argentina que se tornou mais forte, as expectativas em relação à situação

econômica norte-americana cada vez mais negativas, especialmente após os atentados terroristas de 11 de setembro desse ano, e pressões sobre a taxa de câmbio. No âmbito interno, escassez de energia elétrica que o país sofreu devido a estiagem em algumas regiões do país, situação conhecida como “apagão do setor elétrico”. No tocante ao ano de 2002, problemas como a instabilidade ocasionada pelo período eleitoral e incertezas em relação à política econômica do novo governo afetaram negativamente a situação do país com o IPCA encerrando o segundo governo FHC com a maior alta acumulada considerando o período analisado na pesquisa.

Em 2003, iniciado o período do governo Lula, manteve-se o comprometimento com a estabilidade de preços, permanecendo a política monetária restritiva no início do ano, especialmente porque a maior pressão inflacionária nesse período refletiu os aspectos negativos do ano anterior, bem como a depreciação cambial do primeiro trimestre, mostrando que mais uma vez a resposta da equipe econômica à evolução da inflação foi condicionada a elevação dos juros básicos. Adicionalmente também houve a revisão da meta inflacionária para 2003 e 2004, através da Carta Aberta divulgada esse ano, o que não impediu o descumprimento da meta anual, no primeiro caso.

Entre 2004 e 2014, a economia brasileira registrou menores níveis de inflação em comparação ao que vinha ocorrendo nos três últimos anos, cuja meta de inflação não foi cumprida, apesar da política monetária restritiva em alguns momentos. Nesse período, a meta estipulada pelo CMN foi cumprida sucessivamente a cada ano, destacando-se 2006, 2007 e 2009, cuja variação anual do índice de preços manteve-se abaixo centro da meta. A partir de 2006, a Selic passou a registrar menores percentuais e apesar de sofrer pequenas elevações em alguns momentos passou por um longo ciclo de redução entre 2005 e 2007, chegando a ser fixada pela primeira vez desde que foi adotado o sistema de metas no país, em valores percentuais de um dígito em 2009.

No tocante aos anos 2010 e 2011 foi possível observar a volta do aperto do monetário, uma vez que as expectativas negativas em relação ao nível da inflação se fortaleciam devido à evolução do IPCA iniciada ao final de 2010 contribuindo para que o início da gestão Dilma fosse pautado em elevações na taxa básica durante os sete primeiros meses de 2011. Ressalta-se também que, a partir de agosto, seguindo até outubro de 2012, O Banco Central promoveu consecutivas reduções na Selic, apesar do cenário internacional na época ter sido marcado pelo aprofundamento da crise do euro.

Complementando a análise apresentada nesta pesquisa, o último período que compreende os anos 2013 e 2014 ficou marcado pela retomada das pressões

inflacionárias,diante disso, a autoridade monetária voltou estabelecer elevações na Selic, entre agosto de 2013 e abril do ano seguinte, ocasionando um cenário de expectativas negativas quanto o futuro da política econômica brasileira.

Ao final desta pesquisa compreende-se que a política monetária brasileira através de seu principal instrumento, a taxa Selic, foi amplamente utilizada durante o período de análise (1999-2014) com o intuito de obter níveis aceitáveis de inflação para a economia. O Banco Central, por meio de seu órgão competente, o COPOM, ora utiliza esta ferramenta de forma expansionista e em outros momentos de modo mais restritivo, conforme as expectativas e evolução do índice oficial de inflação, buscando sempre mantê-lo no centro da meta estabelecida anualmente. Considerando o período de análise, observa-se que os maiores níveis do índice geral de preços ao consumidor (IPCA), ocorreram durante a segunda gestão FHC, comparativamente aos governos de Lula e Dilma, que além de acumularem menores taxas de inflação, também registraram menores percentuais no tocante aos grupos que compõem o IPCA, com deflação em alguns momentos.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, Oswaldo E. do; RIBEIRO, Pedro Floriano. **Por que Dilma de novo? Uma análise exploratória do Estudo Eleitoral Brasileiro de 2014**. Revista de Sociologia e Política, v. 23, n. 56, p. 107-123, 2015. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0104-44782015000400107&script=sci_arttext>. Acesso em: 13 mar. 2016.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atas do COPOM**. Brasília: vários anos. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/?id=ATACOPOM&ano=1999>>. Acesso em: 20 dez. 2015.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Base de Dados**. Brasília: vários anos. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIETEMP>>. Acesso em: 9 dez. 2015.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Base de dados**. Brasília: vários anos. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpesq.asp?id=txcotacao&id=txcotacao>>. Acesso em: 18 dez. 2015.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do BACEN**. Brasília: vários anos. Disponível em: <www.bcb.gov.br/?boletim>. Acesso em: 18 dez. 2015.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta**. Brasília: vários anos. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/cartaaberta.asp>>. Acesso em: 25 mar. 2016.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **COPOM: Definição e histórico**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMHIST>>. Acesso em: 08 abr. 2015.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Decreto nº 3.088, 21 de junho de 1999**. Estabelece a sistemática de Metas para a Inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Banco Central do Brasil, Brasília, DF, 21 jun. 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?METASNORMA>>. Acesso: 19 mai. 2015

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico de metas para inflação no Brasil (1999-2014)**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>>. Acesso em 25 mar. 2016.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de inflação**. Brasília: vários anos. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RI>>. Acesso em: 25 mar. 2016.

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

BARBOSA, Nelson; SOUZA, José Antonio Pereira de. **A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda**. Brasil: entre o passado e o futuro. São Paulo: Boitempo, p. 57-110, 2009. Disponível em: <<https://nodocuments.files.wordpress.com/2010/03/barbosa-nelson-souza-jose-antonio-pereira-de-a-inflexao-do->

governo-lula-politica-economica-crescimento-e-distribuicao-de-renda.pdf>. Acesso em: 07 fev. 2016.

BASTIAN, Eduardo Figueiredo et al. **O Combate à Inflação no Brasil, 1958-67: uma análise dos planos de estabilização gradualistas**. In: Anais do XL Encontro Nacional de Economia [Proceedings of the 40th Brazilian Economics Meeting]. ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pósgraduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics], 2014. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files_I/i2e2347b3fb07440a26bed50138a12cad5.pdf>. Acesso em: 13 nov. 2015.

BIOTO JÚNIOR, Armando. **O Governo Lula e a reforma do neoliberalismo**. Revista de Adusp, maio de 2005. Disponível em: <http://www.cecac.org.br/mat%E9rias/Armando_Boito_Governo_Lula.htm>. Acesso em: 03 fev. 2005.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. Tradução de Claudia Martins, Monica Rosemberg. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 603p.

BRASÍLIA, Distrito Federal. **Decreto nº 6.025, de 22 de janeiro de 2007. Institui o Programa de Aceleração do Crescimento - PAC, o seu Comitê Gestor, e dá outras providências**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6025.htm>. Acesso em: 03 fev. 2016.

CAGNIN, Rafael Fagundes et al. **A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012)**. Novos Estudos – CEBRAP, n. 97, p. 169-185, 2013. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002013000300011&script=sci_arttext>. Acesso em 12 fev. 2016.

CARDOSO, Eliana. **A inflação no Brasil. PAEG e Real: dois planos que mudaram a economia brasileira**. Rio de Janeiro: FGV Editora, p. 95-140, 2007. Disponível em: <https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=F7iTn4kNbSkC&oi=fnd&pg=PA95&dq=A+INFLA%C3%87%C3%83O+NO+BRASIL&ots=1KyrDnIftv&sig=xitYy7PMbhkj9p_vaSzfUz6RBWY#v=onepage&q=A%20INFLA%C3%87%C3%83O%20NO%20BRASIL&f=false>. Acesso em: 20 nov. 2015.

CARNEIRO, Francisco G.; DIVINO, JOSÉ ÂNGELO C. A.; ROCHA, Carlos Henrique. **Reconsiderando o efeito Fisher: uma análise de cointegração entre taxas de juros e inflação**. Nova Economia, Belo Horizonte, v. 13, n. 1, p. 81-100, 2003. Disponível em: <<http://www.face.ufmg.br/novaeconomia/sumarios/v13n1/Carneiro>>. Acesso em: 18 mai. 2015.

CARNEIRO, Ricardo et. al. **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: UNESP, 2006.

CARRARA, Anieli Fagundes; CORREA, André Luiz. **O regime de metas de inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA**. Revista de Economia Contemporânea, v. 16, n. 3, p. 441-462, 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v16n3/a04v16n3.pdf>>. Acesso: 23 mai. 2015.

CARVALHO, Everton Freire de; LEPIKSON, João Augusto Pêsoa. **Política monetária e fiscal: balanço de 2005 e as perspectivas para 2006**. Disponível em: <<http://www.nec.ufba.br>>. Acesso em: 03 jun. 2016.

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

CONJUNTURA ECONÔMICA. **Revista Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro: FGV, vários volumes, vários anos. Disponível em: <<http://www.docpro.com.br/BibliotecaVirtual/Conjuntura/Pesquisalivre.html#>>. Acesso em: 23 dez. 2015

CONTRI, André Luis. **Uma avaliação da economia brasileira no Governo Dilma. Indicadores Econômicos**. FEE, v. 41, n. 4, 2014. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/3074>>. Acesso em: 29 fev. 2016.

CURADO, Marcelo; NASCIMENTO, Gabrieli Muchalak. **O governo Dilma: da euforia ao desencanto**. Revista Paranaense de Desenvolvimento-RPD, v. 36, n. 128, p. 33-48, 2015. Disponível em: <<http://www.ipardes.gov.br/ojs/index.php/revistaparanaense/article/view/746>>. Acesso em: 19 mar. 2016.

DAER, Tiago Pedrazzi. **Uma análise empírica do investimento agregado na economia brasileira de 2003 a 2012**. 2013. 85f. Monografia (Graduação em Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em: <cnm.ufsc.br/files/2014/01/Monografia-do-Tiago-Pedrazzi.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2015.

DE CARVALHO, Renato Rangel Leal. **Teoria dos Valores Extremos: Valor em Risco para Ativos de Renda-Fixa**. 2006. 116f. Dissertação (Mestrado em Engenharia Industrial) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/Busca_etds.php?strSecao=resultado&nrSeq=8245@1>. Acesso em: 11 dez. 2015.

FERNANDES, Carla Montuori. **As representações midiáticas de Dilma Rousseff no cenário político brasileiro**. Aurora. Revista de Arte, Mídia e Política. ISSN 1982-6672, v. 5, n. 14, p. 69-85, 2012. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/aurora/article/view/9266/7522>>. Acesso em: 13 fev. 2016.

FERREIRA, Mariana Ribeiro Jansen; MARQUES, Rosa Maria. **O Brasil sob a nova ordem: a economia brasileira contemporânea: uma análise dos governos Collor a Lula**. São Paulo: Saraiva, 2010.

FILGUEIRAS, Luiz. **História do plano real: fundamentos, impactos e contradições**. São Paulo: Boitempo, 2003.

FREUND, John E. **Estatística Aplicada: Economia, Administração e Contabilidade**. 11. ed. Bookman. Porto Alegre, 2006.

GHIORZI, Jorge Barrozo. **Política monetária dos governos FHC e Lula**. 2005. 78 f. Monografia (Graduação em Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/121877>>. Acesso em: 19 dez. 2015.

GIAMBIAGI, Fábio, et al. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 3.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

GREMAUD, Amaury Patrick et. al. **Economia brasileira contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

HILLBRECHT, Ronald. **Economia Monetária**. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA: Histórico e objetivo**. Disponível em:<<http://dados.gov.br/dataset/indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo-ipca>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura**. Vários números, vários anos. Disponível em:<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=9559:boletim-de-conjuntura&catid=226:dimac&Itemid=3>. Acesso em: 27 dez. 2015.

IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Brasil em Desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas**. Brasília: IPEA, 2010. v.1. (Brasil: o Estado de uma Nação). Disponível em:<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=6444>. Acesso em: 05 fev. 2016.

IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Carta de Conjuntura**. Vários números, vários anos. Disponível em:<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent§ion=18&Itemid=357>. Acesso em: 31 mai. 2016.

IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Desafios do Desenvolvimento: O que é Subprime?**. Brasília: IPEA. Disponível em:<http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2156:catid=28&Itemid=23>. Acesso em: 05 fev. 2016.

LANZANA, Antonio Evaristo Teixeira. **Economia brasileira: fundamentos e atualidade**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia Monetária**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. 5ª. São Paulo: LTC, 1997.

MESQUITA, Mário et al. **A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo**. Coletâneas de Capítulos da agenda "Sob a Luz do Sol". 2014. Disponível em: <http://cdpp.org.br/novo/wp-content/uploads/2014/09/Coletanea-Sob-a-Luz-do-Sol_v0909.pdf>. Acesso em: 26 fev. 2016.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

MOURA, Fernanda Senra de; SILVA, Roseli da; RACY, José Caio. **Teorias de formação das expectativas: uma análise crítica de seus impactos sobre o desenvolvimento da teoria econômica**. Revista Jovens Pesquisadores, n. 7, jul./dez., 2007. Disponível em: <<http://www.mackenzie.com.br/dhtm/seer/index.php/jovenspesquisadores/article/view/897>>. Acesso em: 11 dez. 2015.

MUNHOZ, Dercio Garcia. **Inflação Brasileira: os ensinamentos desde a crise dos anos 30**. Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v.1, janeiro/jun., 1997. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%201/REC_1.1_03_Inflacao_brasileira_os_ensinamentos_desde_a_crise_dos_anos_30.pdf>. Acesso em: 26 set. 2015.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado financeiro**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

NUNES, Aquiles Ferraz. **Glossário de Termos Econômicos e Financeiros: Mercado de Capitais, Financeiro e de crédito**. 3. ed., rev. e aum. Rio de Janeiro: Secif, 2008. Disponível em: <<http://www.secif.org.br/images/glossario.pdf>>. Acesso em: 03 jun. 2016.

OMAR, Jabr HD. **Taxa de juros: comportamento, determinação e implicações para a economia brasileira**. Revista de Economia Contemporânea, v. 12, n. 3, p. 463-490, 2008. Disponível em: <<http://www.scientificcircle.com/pt/15838/taxa-juros-comportamento-determinacao-implicacoes-economia/>>. Acesso: 15 abr. 2015.

OREIRO, José Luís; NEVES, André. Lúcio. **O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica**. Ensaios FEE, v. 29, n. 1, p. 101-132, 2008. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/oreiro_neves_2008_fee.pdf>. Acesso em: 10 out. 2015.

PASTORE, Affonso Celso; ALMONACID, Ruben Dario. **Gradualismo ou tratamento de choque**. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 5, p. 331-84, Dez. 1975. Disponível em: <<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/view/644>>. Acesso em: 20 out. 2015.

PAULA, João Antônio de. **A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula**. Belo Horizonte: Autêntica, 2003.

PEREIRA, Luis Carlos Bresser. **O Governo Dilma frente ao "tripé macroeconômico" e à direita liberal e dependente**. Novos Estudos - Cebrap, São Paulo, n. 95, p.5-14, mar. 2013. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002013000100001>. Acesso em: 22 fev. 2016.

PORTAL ACTION. **Cointegração em Séries Temporais**. Disponível em: <<http://www.portalaction.com.br/series-temporais/53-cointegracao-em-series-temporais>>. Acesso em: 14 ago. 2016.

PORTAL ACTION. **Modelo de Vetores Autorregressivos (VAR)**. Disponível em:<<http://www.portalaction.com.br/series-temporais/534-modelo-de-vetores-autorregressivos-var>>. Acesso em: 14 ago. 2016.

PORTAL ACTION. **Teste de Engle-Granger**. Disponível em:<<http://www.portalaction.com.br/series-temporais/532-teste-de-engle-granger>>. Acesso em: 14 ago. 2016.

POZAS, Debora de Araújo. **Testando a hipótese de Fisher no Brasil**. 2008. 25f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade IBMEC São Paulo, São Paulo. Disponível em:<<http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1139>>. Acesso em: 12 ago. 2016.

REZENDE, Ricardo Pazzotti. **Uma análise das políticas macroeconômicas do governo FHC, governo Lula**. 2009. 57 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em:<<http://tcc.bu.ufsc.br/Economia291727>>. Acesso em: 22 dez. 2015.

ROCHA, Roberto de Rezende. **Juros e Inflação: uma análise da equação de Fisher para o Brasil**. Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas, 1987.

RODRIGUES, Tomás Girard. **A eficácia da política monetária no combate à inflação na economia brasileira após o regime de metas**. 2014. 106 f. TCC (Graduação em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Por Alegre Disponível em:<<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/116244>>. Acesso em: 14 jun. 2016.

SALVALÁGIO, Alessandra Vieira de Souza. **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, Florianópolis. Disponível em:<<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/121913>>. Acesso: 18 mai. 2015.

SAMPAIO, Armando Vaz. **Efeito Fisher no Brasil, de 1980 a 2008**. Análise–Revista de Administração da PUCRS, v. 21, n. 1, 2010. Disponível em:<<http://revistaseletronicas.pucrs.br/ojs/index.php/face/article/viewArticle/8241>>. Acesso em: 12 ago. 2016.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. 1. ed. São Paulo: Best Seller, 1999. 27 p. Disponível em: <https://pt.scribd.com/doc/6965717/Paulo-Sandroni-NOVISSIMO-DICIONACIRIO-DE-ECONOMIA>. Acesso em: 06 out. 2015.

SILVA, Claudeci da, et. al. **Política Monetária: análise do quarto trimestre/2013 e fechamento do ano**. Boletim de Conjuntura Econômica, nº56, Maringá, 2014. Disponível em:<<https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwi1mIvgtZnLAhWEmx4KHdQNBXUQFggdMAA&url=http%3A%2F%2Feduem.uem.br%2Fojs%2Findex.php%2FBConjEcon%2Farticle%2Fdownload%2F24619%2F13289&usq=AFQjCNHg7wMKDdwugUM7Ujmh5aZnYPr7Qw&sig2=vk0Trh-rzSAY2jHSY7dIDw>>. Acesso em: 27 fev. 2016.

SOBREIRA, Samuel. **Dicionário de economia**. Universidade Federal do Ceará – Campus Cariri. Sem ano de publicação. Disponível

em:<http://admpublica.cariri.ufc.br/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=44&Itemid=24>. Acesso em: 5 out. 2015.

SOUZA JÚNIOR, José Ronaldo de Castro, et. al. **Evolução recente das políticas monetária e cambial e do mercado de crédito no Brasil**. Rio de Janeiro: IPEA, 2014. Disponível em:<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=24254>. Acesso em: 23 dez. 2015.

SOUZA, Hermes Homero Barbosa de. **A inter-relação entre a taxa de juros e a inflação no âmbito do regime de metas inflacionárias brasileiro**. 2007. 71f. TCC (Graduação em Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em:<<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/122095>>. Acesso em: 3 abr. 2015.

SOUZA, Nilson Araújo de. **Economia Brasileira Contemporânea: de Getúlio a Lula**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

VALOR ECONÔMICO. **Eleições 2014: apuração dos votos para presidente**. Disponível em:<<http://www.valor.com.br/eleicoes-2014/apuracao>>. Acesso em: 13 mar. 2016.

VIEIRA, Samara Maria. **Influência da Selic nas decisões estratégicas das instituições financeiras**. 2013. 58f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em:<<http://cnm.ufsc.br/files/2013/09/Monografia-da-Samara-Vieira.pdf>>. Acesso em: 01 mai. 2015.

VIEIRA, Sheila. **Análise da Política Econômica do Governo Lula**. 2011. 96 f. Monografia (Graduação em Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. Disponível em:<<http://tcc.bu.ufsc.br/Economia299001.pdf>>. Acesso em: 31 jan. 2016.

WALLACE, M.S.; WARNER, J.T. **O Efeito de Fisher e a Estrutura a Termo de Taxa de Juros: Testes de Cointegração**. A Revisão de Economia e Estatística. V. 75, n 2, p. 320-324, maio 1993.

ANEXO

ANEXO I - CÁLCULO DO COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO

X	Y	X*Y	x ² = X*X	y ² = Y*Y
25	1,65	41,25	625	2,7225
25	2,24	56	625	5,0176
45	3,02	135,9	2025	9,1204
34	3,35	113,9	1156	11,2225
23,5	3,14	73,79	552,25	9,8596
21	3,32	69,72	441	11,0224
19,5	4,57	89,115	380,25	20,8849
19,5	5,69	110,955	380,25	32,3761
19,5	6,25	121,875	380,25	39,0625
19	7,5	142,5	361	56,25
19	8,65	164,35	361	74,8225
19	8,94	169,86	361	79,9236
19	8,85	168,15	361	78,3225
19	7,86	149,34	361	61,7796
19	6,92	131,48	361	47,8864
18,5	6,77	125,245	342,25	45,8329
18,5	6,47	119,695	342,25	41,8609
17,5	6,51	113,925	306,25	42,3801
16,5	7,06	116,49	272,25	49,8436
16,5	7,86	129,69	272,25	61,7796
16,5	7,77	128,205	272,25	60,3729
16,5	6,65	109,725	272,25	44,2225
16,5	5,99	98,835	272,25	35,8801
15,75	5,97	94,0275	248,0625	35,6409
15,25	5,92	90,28	232,5625	35,0464
15,25	6,27	95,6175	232,5625	39,3129
15,75	6,44	101,43	248,0625	41,4736
16,25	6,61	107,4125	264,0625	43,6921
16,75	7,04	117,92	280,5625	49,5616
18,25	7,35	134,1375	333,0625	54,0225
19	7,05	133,95	361	49,7025
19	6,41	121,79	361	41,0881
19	6,46	122,74	361	41,7316
19	7,19	136,61	361	51,6961
19	7,61	144,59	361	57,9121
19	7,67	145,73	361	58,8289
19	7,62	144,78	361	58,0644
18,75	7,51	140,8125	351,5625	56,4001
18,5	7,75	143,375	342,25	60,0625

18,5	7,98	147,63	342,25	63,6804
18,5	7,77	143,745	342,25	60,3729
18,5	7,66	141,71	342,25	58,6756
18	7,51	135,18	324	56,4001
18	7,46	134,28	324	55,6516
18	7,93	142,74	324	62,8849
21	8,45	177,45	441	71,4025
22	10,93	240,46	484	119,4649
25	12,53	313,25	625	157,0009
25,5	14,47	368,985	650,25	209,3809
26,5	15,85	420,025	702,25	251,2225
26,5	16,57	439,105	702,25	274,5649
26,5	16,77	444,405	702,25	281,2329
26,5	17,24	456,86	702,25	297,2176
26	16,57	430,82	676	274,5649
24,5	15,43	378,035	600,25	238,0849
22	15,07	331,54	484	227,1049
20	15,14	302,8	400	229,2196
19	13,98	265,62	361	195,4404
17,5	11,02	192,85	306,25	121,4404
16,5	9,3	153,45	272,25	86,49
16,5	7,71	127,215	272,25	59,4441
16,5	6,69	110,385	272,25	44,7561
16,25	5,89	95,7125	264,0625	34,6921
16	5,26	84,16	256	27,6676
16	5,15	82,4	256	26,5225
16	6,06	96,96	256	36,7236
16	6,81	108,96	256	46,3761
16	7,18	114,88	256	51,5524
16,25	6,7	108,875	264,0625	44,89
16,75	6,86	114,905	280,5625	47,0596
17,25	7,24	124,89	297,5625	52,4176
17,75	7,6	134,9	315,0625	57,76
18,25	7,41	135,2325	333,0625	54,9081
18,75	7,39	138,5625	351,5625	54,6121
19,25	7,54	145,145	370,5625	56,8516
19,5	8,07	157,365	380,25	65,1249
19,75	8,05	158,9875	390,0625	64,8025
19,75	7,27	143,5825	390,0625	52,8529
19,75	6,57	129,7575	390,0625	43,1649
19,75	6,02	118,895	390,0625	36,2404
19,5	6,04	117,78	380,25	36,4816
19	6,36	120,84	361	40,4496
18,5	6,22	115,07	342,25	38,6884
18	5,69	102,42	324	32,3761

17,25	5,7	98,325	297,5625	32,49
17,25	5,51	95,0475	297,5625	30,3601
16,5	5,32	87,78	272,25	28,3024
15,75	4,63	72,9225	248,0625	21,4369
15,25	4,23	64,5075	232,5625	17,8929
15,25	4,03	61,4575	232,5625	16,2409
14,75	3,97	58,5575	217,5625	15,7609
14,25	3,84	54,72	203,0625	14,7456
14,25	3,7	52,725	203,0625	13,69
13,75	3,26	44,825	189,0625	10,6276
13,25	3,02	40,015	175,5625	9,1204
13,25	3,14	41,605	175,5625	9,8596
13	2,99	38,87	169	8,9401
13	3,02	39,26	169	9,1204
12,75	2,96	37,74	162,5625	8,7616
12,5	3	37,5	156,25	9
12,5	3,18	39,75	156,25	10,1124
12	3,69	44,28	144	13,6161
11,5	3,74	43,01	132,25	13,9876
11,5	4,18	48,07	132,25	17,4724
11,25	4,15	46,6875	126,5625	17,2225
11,25	4,12	46,35	126,5625	16,9744
11,25	4,19	47,1375	126,5625	17,5561
11,25	4,46	50,175	126,5625	19,8916
11,25	4,56	51,3	126,5625	20,7936
11,25	4,61	51,8625	126,5625	21,2521
11,25	4,73	53,2125	126,5625	22,3729
11,75	5,04	59,22	138,0625	25,4016
11,75	5,58	65,565	138,0625	31,1364
12,25	6,06	74,235	150,0625	36,7236
13	6,37	82,81	169	40,5769
13	6,17	80,21	169	38,0689
13,75	6,25	85,9375	189,0625	39,0625
13,75	6,41	88,1375	189,0625	41,0881
13,75	6,39	87,8625	189,0625	40,8321
13,75	5,9	81,125	189,0625	34,81
12,75	5,84	74,46	162,5625	34,1056
12,75	5,9	75,225	162,5625	34,81
11,25	5,61	63,1125	126,5625	31,4721
10,25	5,53	56,6825	105,0625	30,5809
10,25	5,2	53,3	105,0625	27,04
9,25	4,8	44,4	85,5625	23,04
8,75	4,5	39,375	76,5625	20,25
8,75	4,36	38,15	76,5625	19,0096
8,75	4,34	37,975	76,5625	18,8356

8,75	4,17	36,4875	76,5625	17,3889
8,75	4,22	36,925	76,5625	17,8084
8,75	4,31	37,7125	76,5625	18,5761
8,75	4,59	40,1625	76,5625	21,0681
8,75	4,83	42,2625	76,5625	23,3289
8,75	5,17	45,2375	76,5625	26,7289
9,5	5,26	49,97	90,25	27,6676
9,5	5,22	49,59	90,25	27,2484
10,25	4,84	49,61	105,0625	23,4256
10,75	4,6	49,45	115,5625	21,16
10,75	4,49	48,2675	115,5625	20,1601
10,75	4,7	50,525	115,5625	22,09
10,75	5,2	55,9	115,5625	27,04
10,75	5,63	60,5225	115,5625	31,6969
10,75	5,91	63,5325	115,5625	34,9281
11,25	5,99	67,3875	126,5625	35,8801
11,25	6,01	67,6125	126,5625	36,1201
11,75	6,3	74,025	138,0625	39,69
12	6,51	78,12	144	42,3801
12	6,55	78,6	144	42,9025
12,25	6,71	82,1975	150,0625	45,0241
12,5	6,87	85,875	156,25	47,1969
12	7,23	86,76	144	52,2729
12	7,31	87,72	144	53,4361
11,5	6,97	80,155	132,25	48,5809
11	6,64	73,04	121	44,0896
11	6,5	71,5	121	42,25
10,5	6,22	65,31	110,25	38,6884
10,5	5,85	61,425	110,25	34,2225
9,75	5,24	51,09	95,0625	27,4576
9	5,1	45,9	81	26,01
8,5	4,99	42,415	72,25	24,9001
8,5	4,92	41,82	72,25	24,2064
8	5,2	41,6	64	27,04
7,5	5,24	39,3	56,25	27,4576
7,5	5,28	39,6	56,25	27,8784
7,25	5,45	39,5125	52,5625	29,7025
7,25	5,53	40,0925	52,5625	30,5809
7,25	5,84	42,34	52,5625	34,1056
7,25	6,15	44,5875	52,5625	37,8225
7,25	6,31	45,7475	52,5625	39,8161
7,25	6,59	47,7775	52,5625	43,4281
7,5	6,49	48,675	56,25	42,1201
8	6,5	52	64	42,25
8	6,7	53,6	64	44,89

8,5	6,27	53,295	72,25	39,3129	
9	6,09	54,81	81	37,0881	
9	5,86	52,74	81	34,3396	
9,5	5,84	55,48	90,25	34,1056	
10	5,77	57,7	100	33,2929	
10	5,91	59,1	100	34,9281	
10,5	5,59	58,695	110,25	31,2481	
10,75	5,68	61,06	115,5625	32,2624	
10,75	6,15	66,1125	115,5625	37,8225	
11	6,28	69,08	121	39,4384	
11	6,37	70,07	121	40,5769	
11	6,52	71,72	121	42,5104	
11	6,5	71,5	121	42,25	
11	6,51	71,61	121	42,3801	
11	6,75	74,25	121	45,5625	
11,25	6,59	74,1375	126,5625	43,4281	
11,25	6,56	73,8	126,5625	43,0336	
11,75	6,41	75,3175	138,0625	41,0881	
SOMA	2837,5	1241,47	19601,91	47535,25	9396,4239

$$r = S_{xy} / \sqrt{(S_{xx} * S_{yy})}$$

$$S_{xx} = \sum x^2 - [1/n * (\sum x)^2] = 47535,25 - [1/192 * (2837,5)^2] = 5600,843$$

$$S_{yy} = \sum y^2 - [1/n * (\sum y)^2] = 9396,4239 - [1/192 * (1241,47)^2] = 1369,0919$$

$$S_{xy} = \sum x * y - [1/n * (\sum x * \sum y)] = 19601,91 - [1/192 * (2837,5 * 1241,47)] = 1254664557$$

$$r = S_{xy} / \sqrt{(S_{xx} * S_{yy})} = 1254,664557 / \sqrt{2769,127577} = 0,45309019$$