

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATOLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

IRACEMA SALENAVE SALVINI

**A COORDENAÇÃO DE POLÍTICAS MACROECONÔMICAS
EM UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA:
ANÁLISE DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL
(1999-2006)**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação do Prof. Doutor João Machado Borges Neto.

SÃO PAULO

2009

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. João Machado Borges Neto

Prof-Dr. Rodrigo Alves Teixeira

Prof^a Dr^a Patrícia Helena da Cunha

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar gostaria de agradecer a Deus por tudo de bom que me tem concedido. Depois agradecer a minha querida e batalhadora mãe Therezinha Margarida Salenave, pelo carinho, dedicação, apoio e amizade, a minha irmã Sandra Salvini e meu irmão, Flávio Antonio Salvini, pelo apoio incondicional, pela presença, pela atenção e dedicação. Amo vocês.

Também gostaria de registrar meus sinceros agradecimentos ao meu grande amigo Jefferson Galetti pela dedicação, consideração e carinho, durante todo esse tempo. Uma pessoa muito especial e querida que esteve ao meu lado o tempo todo, tornando tudo muito mais fácil. Uma pessoa maravilhosa, presente e sempre alerta. Muito obrigada.

Agradeço aos meus queridos amigos Flávia Cavalli, Heverton Lima, Mariana Barra e Diana Alcântara pelo companheirismo, pela força e pelos momentos felizes e tristes que comigo compartilharam durante esse tempo, além da atenção e presença constante em minha vida. E também aos meus novos amigos Andréia Luchesi, João Paulo Pieroni, Vinicius Lauar, Talita Ribeiro e Thatiana Valentino, pelos momentos divertidos e o apoio compartilhado.

Agradeço especialmente ao Prof. Dr. Carlos Eduardo de Carvalho pelo carinho com o qual me recebeu e pela imensa atenção e contribuição para a minha permanência no mestrado. Uma pessoa a quem sempre vou dever muito.

E claro, agradeço ao meu orientador que me acompanhou até aqui, com paciência e muita dedicação, o Prof. Dr. João Machado Borges Neto, sem o qual tudo seria mais difícil.

E agradeço a parceria pelas dicas e sugestões da Prof. Dra. Patrícia Helena da Cunha, e da Profa. Dra. Maria Cristina Penido de Freitas pelas contribuições em minha qualificação.

Muito Obrigada a todos!

RESUMO

O presente trabalho analisou as principais características do Regime de Metas de Inflação em suas características gerais e no Brasil, abrangendo seus resultados e seus principais pontos de atenção. A análise contemplou a comparação do Regime de Metas e sua coordenação com outras políticas econômicas e seus resultados no Brasil com as premissas e objetivos das políticas econômicas e coordenação na visão dos pós-keynesianos, contrários ao regime de metas. Foram levantados e analisados os resultados e os benefícios para a economia brasileira em termos de crescimento econômico, para identificar as respectivas prioridades e argumentos. O principal resultado dessa comparação foi a evidência encontrada na execução do regime no Brasil de que a meta de inflação deveria ser obtida a todo custo independentemente do impacto que poderia resultar na economia real e no crescimento econômico. Enquanto que a visão pós-keynesiana dedicava mais atenção e atribuía maior importância à cautela na manipulação da taxa de juros e no controle da inflação, para não prejudicar a economia real, nas variáveis como a taxa de emprego, investimento e produção. Acreditava-se que a flexibilidade da política era essencial para seu desempenho, em vez da rigidez com a qual o regime de metas executava suas políticas, dada a importância de se poder atuar de acordo com a situação do momento.

Palavras Chave: política monetária, política fiscal, inflação, pós-keynesiano, coordenação de políticas, economia.

ABSTRACT

This paper analyzed the main aspects of the inflation target as a monetary policy, in its general aspects and in its Brazilian aspects, showing its results and main points of attention.

The analyze compared the inflation target and its coordination with the others economy policies and the results in Brazil with the aspects and targets of the economy policies and the coordination in the post-keynesian view, different from them of the inflation target. There were identified and analyzed the results and advantages for the brazilian economy in terms of economy growth, to identify the priorities and arguments. The main result of this comparison was the evidence found in the execution of the monetary policy that the target should be obtained anyway despite of its costs to the real economy and economy growth. As the post Keynesian got more attention and more importance and prudence in the manipulation of the interest taxes and the inflation control, to not harm the real economy with the employment, investment and production. It was believed that the flexibility of the policy were more essential to its performance than the rigidity which the inflationary target performed their policies, given the importance on being prepared to performed according with the situation of the moment.

Keywords: Monetary policy, tax policy, inflation, post-keynesian, policy coordination, economy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Evolução da Taxa de juros SELIC e suas Metas (1999-2006)	49
Gráfico 2 – Evolução da Meta de Inflação e IPCA (1999-2006)	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução da Taxa de juros SELIC e suas Metas (1999-2006)	46
Tabela 2 - Evolução da Meta de Inflação e IPCA (1999-2006)	50

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	7
METODOLOGIA	9
CAPÍTULO 1 A POLITICA ECONOMICA E SEUS DESDOBRAMENTOS.....	10
CAPITULO 2 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	21
CAPÍTULO 3 ANÁLISE DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	45
CONCLUSÃO	118
REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA.....	121
PERIÓDICOS.....	125

INTRODUÇÃO

O presente trabalho teve por objetivo a apresentação das principais características do Regime de Metas de inflação em termos gerais e em suas principais características no Brasil.

A análise abrangeu também a coordenação da política monetária com as demais políticas econômicas existentes no campo fiscal e cambial. O objetivo era identificar as principais premissas e metas dessa coordenação bem como seus resultados mais importantes e impactos no desempenho da economia. E através dessa análise identificar os pontos fracos mais visíveis e propostas de resolução.

A visão de política monetária e coordenação entre as políticas macroeconômicas do regime de metas foi comparada com a pós-keynesiana, elucidando as principais diferenças e vantagens desta última abordagem em relação à primeira, principalmente em termos de crescimento econômico.

A idéia era levantar as características do regime de metas e da coordenação de políticas possível a partir dele para avaliar os objetivos perseguidos e alcançados e a sua adaptabilidade à estrutura da economia brasileira e a seu perfil de investimentos, sem desconsiderar os principais pontos de atenção e gargalos estruturais a serem solucionados em direção ao crescimento econômico de maneira sustentável.

Analisaram-se as principais diferenças, premissas, vantagens e estruturas de política econômica, comparando a visão do regime de metas de inflação e a pós-keynesiana, principalmente a importância que o primeiro dedica ao combate à inflação em detrimento de outras variáveis, e a importância que o segundo dedica ao crescimento econômico em conjunto com o adequado combate a inflação.

METODOLOGIA

O primeiro e o segundo capítulo foram elaborados com base na leitura de textos pertinentes ao assunto, sobre economia monetária, políticas macroeconômicas e suas coordenações, em uma visão pós-keynesiana. O primeiro capítulo foi escrito com base em leituras relacionadas às premissas gerais do regime de metas, os princípios das coordenações de políticas macroeconômicas e as principais características teóricas existentes entre os pós-keynesianos.

O terceiro capítulo foi elaborado com base na leitura dos Relatórios de Inflação publicados trimestralmente pelo Banco Central do Brasil, durante o período analisado de 1999 a 2006.

A escolha do período de 1999 a 2006 considerou o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (1999 a 2002) e o primeiro mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva (2003 a 2006), nos quais a política monetária adotada foi o Regime de Metas de Inflação, apesar das divergências ideológicas entre seus governantes.

A leitura dos relatórios de inflação e a sua relação com a bibliografia escolhida foi a base de discussão do capítulo 3 e a escolha específica dos relatórios foi pela complexidade e riqueza das informações ali consolidadas, além de sua oficialidade que forneceu os indicadores necessários para a análise do regime. A leitura desses relatórios se restringiu ao último relatório de cada ano, por conter as principais medidas de políticas adotadas e seus resultados em termos de indicadores econômicos. As informações ali contidas eram suficientes para o objetivo desse trabalho e por isso, optou-se pela leitura apenas do último relatório de inflação de cada ano do período analisado.

CAPÍTULO 1 A POLITICA ECONOMICA E SEUS DESDOBRAMENTOS

1 Política Econômica

A influência do governo no desempenho da economia ocorre através das políticas econômicas, que são instrumentos de controle e de aceleração do crescimento. As políticas econômicas podem ser de dois tipos: Macroeconômicas, quando influenciam mais de um setor ao mesmo tempo e Microeconômicas, quando influenciam um setor específico. Para o primeiro caso, temos como exemplo, as políticas fiscal e monetária e para o segundo, temos a política industrial. (SACHS e LARRAIN, 2000, p. 380).

O alcance dessas políticas e a profundidade com a qual influenciam a economia dependem do grau de intervencionismo do governo, do sistema econômico existente e das leis e instituições do país. Com relação ao grau de intervencionismo, o governo pode ser do tipo *laissez-faire*¹, no qual a intervenção é menor e há uma crença na auto-regulação do mercado, através de suas forças, ou do tipo keynesiano, que acredita que o governo deve suprir as deficiências do mercado, eliminando suas flutuações.

Nesta visão, o governo deve agir no sentido de reduzir o desemprego e o poder monopolista das grandes empresas, fomentar um rápido crescimento econômico, melhorar a qualidade e o potencial produtivo, além de proteger o meio ambiente. (CARVALHO 2006, p.1-6). Ele deve suprir as deficiências do mercado, sinalizando aos empresários a existência de mercado para seus produtos e incentivando os investimentos planejados e as novas iniciativas.

A escolha da política econômica deve considerar a definição e a hierarquização dos objetivos a serem alcançados, os instrumentos que serão utilizados e o grau de coordenação entre eles. No pensamento de governo do tipo keynesiano, a prioridade dos objetivos econômicos deve ser para a estabilização do produto e do emprego, especialmente, nos países emergentes e para a adoção de políticas industriais e comerciais ativas que as complementem. A coordenação entre os diversos instrumentos de política econômica é fundamental para a eficácia dos resultados.

¹ Política na qual a intervenção do governo é a mínima possível, permanecendo ativas apenas as livres forças do mercado, que para seus seguidores são muito mais eficientes e evitam distorções no funcionamento da economia.

1.1 Política Monetária

A política monetária tem sido utilizada nesses últimos anos fundamentalmente com o objetivo de estabilização de preços. Sua condução influencia os preços dos ativos financeiros e a taxa de juros, impactando no lado real da economia com efeitos duradouros, segundo a teoria pós-keynesiana, ou apenas no curto prazo, segundo a visão do “*mainstream*”. (DAVIDSON, 2006, p.691).

Dentre os regimes monetários existentes, existem três regimes monetários fundamentais baseados na adoção de uma âncora nominal específica capaz de coordenar as expectativas inflacionárias e conseqüentemente a formação dos preços: o regime de metas monetárias, o de âncora cambial e o de metas de inflação. Eles atuam na redução da formação do viés inflacionário² por parte dos *policymakers*³. (MONDENESI, 2005, p.1).

Entre o final da II Guerra Mundial até meados da década de 1960, a política monetária foi guiada pelo denominado “consenso keynesiano”, com o objetivo de atingir o equilíbrio macroeconômico definido pela estabilidade de preços, pleno emprego e equilíbrio do balanço de pagamentos. A prioridade para cada um destes objetivos dependia da avaliação realizada em cada momento. (CARVALHO, 2004, p. 318).

No entanto, com o passar dos anos, esta visão dos objetivos foi se modificando e passou a predominar a concepção de que a política monetária deve se concentrar no combate à inflação, em detrimento de outras variáveis igualmente importantes. Isso se tornou ainda mais comum nos países emergentes com histórico inflacionário agressivo e alta sensibilidade da sociedade e economia às elevações de preços.

A inflação desvaloriza a moeda nacional, reduz o valor real dos salários, pagamentos e dos ativos financeiros. No entanto, a inflação pode ser pior do que a crise na geração de empregos, proveniente principalmente de medidas de austeridade fiscal para o combate a inflação que resfriam a economia e os ânimos dos empresários.

A política econômica eficiente, na lógica pós-keynesiana, deve incluir a sua interação com medidas de regulação financeira e atuar no combate a inflação, mantendo a estabilidade do

² Alta propensão a gerar inflação por parte dos ministros, parlamentares e empresários. (SICSÚ, 2002, p.24).

³ Assim são denominados os formuladores das políticas econômicas.

emprego e o nível de atividade econômica e evitando o resfriamento da economia. (CARVALHO, 2004, p.328; SICSÚ, 2003, p.15).

Os resultados da política monetária dependem das ações do banco central e das reações dos bancos, das empresas e dos indivíduos, dada à incerteza e a irreversibilidade temporal que prevalece no mundo real com o comportamento dos diversos agentes econômicos. As políticas monetárias influenciam as expectativas e afetam a demanda e a oferta de moeda-crédito, refletindo no comportamento do público e do setor bancário-financeiro.

Com a inviabilidade de controle dos estoques monetários, dada a capacidade do sistema financeiro em criar moeda através das operações de crédito, a atuação do Banco Central passou a ocorrer via manipulação da taxa de juros.

Durante algum tempo, a concepção monetarista, de que a política monetária deveria garantir uma expansão constante da oferta de moeda foi muito influente, e houve diversas tentativas de aplicá-la. No entanto, depois foram ficando claras as dificuldades existentes para se controlar os diversos agregados monetários.

E a manipulação da taxa de juros pelo Banco Central considera o seu papel de prestador de última instância e é condicionada pela operação do sistema econômico, com sua política monetária apresentando certo grau de endogeneidade, de acordo com diversos autores pós-keynesianos. (FREITAS, 2006, p.270; LIBÂNIO, 2004, p.9).

Nessa concepção, os efeitos da política monetária podem ser potencializados se ela interagir com a política fiscal coordenando seus objetivos em prol do crescimento econômico. (MENDONÇA 2000, p. 115). Ela deve ser conduzida considerando sempre seus custos sociais definidos pela perda de produto e desaquecimento da economia. (CARVALHO, 2006, p.24).

Para ser eficiente, a política monetária precisa ter credibilidade e o seu gestor deve ter uma boa reputação. Essas duas características são correlacionadas e caminham juntas. Suas decisões devem ser adequadas ao cenário no qual estão inseridas e em vez de rígidas, devem ser flexíveis e de constante adaptação, variando sempre que necessário, de acordo com as mudanças do cenário econômico no qual estão inseridas. Além de flexível, a política deve ter objetivos factíveis e não ser contraditória com outras metas e objetivos do governo. Ela deve ser coerente

com outras políticas macroeconômicas⁴, como as políticas fiscal e cambial. (LIBÂNIO, 2004, p.12).

A continuidade de uma política depende da superação de obstáculos de natureza técnica e política, relacionados ao grau de controle sobre as variáveis que se pretende influenciar e os instrumentos disponíveis. (SICSÚ, 2001).

Os conceitos de credibilidade (*backward-looking*⁵) e reputação (*forward-looking*⁶) são importantes, porque se uma política econômica a ser executada for considerada inadequada e não-factível pelos agentes econômicos, além dos custos de implementação, haverá custos futuros para novas decisões de seu gestor. Ao agir de forma incorreta, o gestor perde credibilidade e prejudica sua reputação para as próximas iniciativas. (SICSÚ, 1997. p.13).

“Autoridades com baixa ou sem reputação podem fazer a economia alcançar a estabilização, entretanto, a custos sociais bem mais elevados do que autoridades com elevada reputação perante o público”. (SICSÚ, 1997. p.16). Uma política monetária expansionista eficiente deve emitir o máximo de sinais aos agentes para estimulá-los a agir no mesmo sentido da direção. Quanto mais intensos forem esses sinais, maior o estímulo aos agentes e conseqüentemente menor a intensidade de utilização dos instrumentos monetários. A política econômica, portanto, é mais eficiente.

1.2 Política Fiscal

As políticas fiscais se constituem nos gastos do governo e no seu sistema tributário e devem ser utilizadas, em uma visão pós-keynesiana com o objetivo de conduzir a demanda agregada ao nível de renda de pleno emprego da economia. Seus instrumentos fiscais referem-se

⁴ “Pode-se concluir, neste caso, que as formas de elaboração da política fiscal e os regimes cambiais vigentes são elementos importantes para definir a consistência e conseqüentemente, a credibilidade da política monetária”. (LIBÂNIO, 2004, p.13).

⁵ Com base em atitudes passadas.

⁶ Com base em atitudes futuras.

às despesas e às receitas do setor público, embora nem todo o fluxo de receita e despesa do governo possa ser considerado como instrumento de política econômica.

A aceitação de um compromisso explícito com a disciplina fiscal pode ser um instrumento de grande utilidade na orientação das atividades do governo e no monitoramento e controle de suas iniciativas, desde que também se assuma um compromisso com o nível de emprego. Isso porque é com emprego que se forma a base para um crescimento sustentável e desenvolvimento econômico, elevando o bem estar da sociedade. (CARVALHO, 2006, p.24). Além do custo social e econômico do desemprego ser em geral muito maior do que o custo da inflação, níveis elevados e persistentes de desemprego levam a perdas de capital humano e fazem com que os trabalhadores fiquem desestimulados pelo trabalho produtivo, podendo restringir a oferta de mão-de-obra para um próximo período. (MOOSA, 1997, p.655; OREIRO *et alli*, 2003b, p. 136; WRAY 1997, p. 565).

Por isso a necessidade de preocupação pública com o nível de emprego. Os gastos públicos aumentam a renda da economia e podem gerar arrecadação tributária suficiente para financiar uma política fiscal contracíclica de investimentos públicos. (OREIRO *et alli*, 2003b, p. 136).

A Política fiscal também é monitorada em sua credibilidade, mas sujeita a algumas limitações quando comparada com a análise da política monetária. Segundo Pires (2006a, p.1), para a política fiscal, essa análise se confunde com a de sustentabilidade da dívida pública, apesar de ser muito difícil saber até que ponto a dívida pode ser considerada sustentável e qual é a meta da política fiscal.

Algumas sugestões para a análise da sustentabilidade da dívida incluem a razão dívida/PIB, observando-se a estabilidade ao longo do tempo para o cálculo do superávit primário e para saber se os instrumentos são adequados aos objetivos da política. (PIRES, 2006a, p.6). Não se pode negar que a sustentabilidade da dívida pública devolve ao setor público a possibilidade de atuar com déficits em situações de crises.

As metas de superávits fiscais devem ser econômica e socialmente sustentáveis. No entanto, no Brasil, o nível de renda é baixo e a carga tributária muito alta, o que, supõe-se, tornaria inviável o alcance das metas de superávits fiscais⁷ através do aumento da carga tributária

⁷ Apesar do fato de que essa afirmação não venha sendo confirmada pelos fatos.

e transferindo essa redução ao corte de gastos públicos. Só que há pouca margem para essa redução, devido à existência de uma elevada dívida social, às necessidades de investimentos em infra-estrutura básica e à urgência de aumento dos gastos correntes, investimentos e financiamentos. Tudo com recursos escassos. (OREIRO *et alli*, 2003b, p.140).

1.3 Coordenação de políticas econômicas

O tema da coordenação de políticas macroeconômicas, levando em conta a interação entre instrumentos e metas de políticas, foi iniciado por Jan Tinbergen em 1950. Nos anos de 1960, essa análise foi desenvolvida por R. Mundell para tentar mostrar qual a melhor interação no caso de existência de instrumentos que estão sob controle de diferentes autoridades. (MENDONÇA, 2000, p.7).

No período anterior aos anos de 1970, a idéia prevalecente na política monetária era tipicamente keynesiana e voltada para a redução do desemprego, já que a inflação não representava uma ameaça grave para o equilíbrio macroeconômico. Eram políticas centradas no estímulo à demanda e no modelo desenvolvimentista de longo prazo, voltadas inclusive para a grande necessidade de recuperação dos danos causados com a Segunda Guerra Mundial. (WRAY, 1997, p.545).

Eram indispensáveis as medidas que possibilitassem uma recuperação via crescimento econômico, na qual a estrutura desenvolvida por Tinbergen e Mundell que admitia o efeito da política monetária sobre o produto e a inflação era considerada. (HERMANN, 2004, p.263; MENDONÇA, 2003, p.110).

No entanto, com o fim do Sistema de Bretton Woods, o primeiro choque do petróleo, a restrição imposta à política monetária e as mudanças ocorridas na teoria da política econômica, a política monetária passou a ser orientada exclusivamente para a busca da estabilização de preços. Foi desencadeada uma tendência de aumento dos juros, desvalorização cambial e desaceleração econômica nos países industrializados, prejudicando principalmente os países em desenvolvimento que tinham uma dinâmica de crescimento dependente do mercado internacional.

O Banco Central ficou livre da necessidade de coordenar a política monetária com as demais políticas. Supunha-se que as forças de mercado determinariam a taxa de câmbio, permitindo um ajuste rápido e eliminando os desequilíbrios. (WRAY, 1997, p.544).

A estabilidade econômica passou a ser prioridade, mesmo em detrimento do crescimento econômico e aumento do emprego. O contexto externo recessivo resultou em deterioração dos termos de troca, surgimento de pressões inflacionárias e aumento do déficit público com considerável queda da receita real do governo nos países em desenvolvimento. Esse cenário impulsionou a tomada de medidas contracionistas de política monetária. (HERMANN, 2004, p.264; MENDONÇA, 2003, p.110).

Acreditava-se que os déficits fiscais geravam uma inflação que precisava ser combatida por uma política monetária restritiva. No entanto, de acordo com o pensamento pós-keynesianos, isso apenas resultaria em um movimento contrario com aumento da inflação, pressão sobre a dívida pública e geração de um ciclo vicioso. Pois em vez de combater, a austeridade monetária alimenta a inflação direta e indiretamente. Políticas fiscal e monetária austeras, que elevam os juros e o superávit primário, aumentam o déficit e a dívida pública e não são condizentes com o crescimento econômico.

A elevação da taxa de juros incentiva o processo de compra de títulos públicos por parte das instituições financeiras, que criam moeda para se financiar e, dependendo da rentabilidade dessa operação, param de emprestar e começam a aplicar seus recursos apenas em títulos públicos. Podem inclusive, substituir a compra de títulos privados, por públicos, reduzindo esse canal de financiamento da iniciativa privada. Esse processo torna as instituições financeiras participantes importantes no processo de monetização dos déficits públicos em um cenário de elevada taxa de juros. (WRAY, 1997, p.550).

Os autores que adotam a premissa da neutralidade da moeda e independência do Banco Central defendem a idéia de banco central independente e confundem o conceito de coordenação de políticas. Eles consideram que a coordenação seria assegurada pela subordinação das demais políticas à política monetária. No entanto, em uma visão crítica à concepção de neutralidade da moeda, a efetiva coordenação não significa nem passividade monetária nem passividade fiscal, pois seus objetivos são mais abrangentes do que o controle da inflação. (MENDONÇA, 2003, p. 118-119).

A teoria pós-keynesiana acredita na importância da atuação conjunta do Tesouro e do Banco Central e na emissão coordenada de seus sinais aos agentes privados. Em vez de dominância fiscal⁸ ou dominância monetária, o essencial é a sinergia que pode haver entre suas políticas e respectivos instrumentos de atuação.

Uma política econômica eficiente não é aquela que apenas alcança seus objetivos, mas aquela que considera todos os seus custos de implementação e efeitos colaterais, não criando conflitos de interesses. (SICSÚ, 1996, p.4; FREITAS, 2006, p. 282; MENDONÇA, 2003, p.115 MENDONÇA, 2000, p.6; SICSÚ, 1996, p.4).

A recessão e a inflação são males a serem combatidos e o banco central pode optar por manter a taxa de juros elevada para atrair capitais externos para equilibrar o balanço de pagamentos, enquanto o governo pode preferir taxas de juros mais baixas para estimular a produção e o emprego. São objetivos que demandam escolhas diferentes, porém dependentes, pois a ação de uma das duas que despreze o objetivo da outra, pode ser prejudicial à própria sociedade. Se o banco central, por exemplo, age aumentando excessivamente a taxa de juros, sem considerar os objetivos gerais da política econômica, o resultado será a estagnação da economia e o aumento do desemprego, além da maior vulnerabilidade aos recursos externos voláteis e o aumento dos custos financeiros da dívida pública. Havendo, inclusive a possibilidade de retorno da inflação devido a uma trajetória insustentável para o endividamento público⁹, da parte da dívida indexada à taxa de juros. (FREITAS, 2006, p. 283; BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2002, p.146; MENDONÇA, 2003, p.118).

Segundo Carvalho (2006, p.28), a política monetária pode ser combinada com a fiscal, cambial, de renda, dentre outras, para que cada uma contribua dentro de suas peculiaridades para a obtenção dos objetivos gerais da política econômica. Juntas, elas devem buscar o aumento do emprego, crescimento econômico, estabilidade de preços, equilíbrio externo e redistribuição de renda.

Elas podem disciplinar os ajustes dos preços administrados e dos salários nominais, gerando expectativas de variações de preços favoráveis à estabilidade e permitindo um aumento de eficácia com redução dos custos sociais. (HERMANN, 2004, p.283).

⁸ Quando há a tendência de que o responsável pela política não mantenha o equilíbrio fiscal com a expectativa de que o Banco Central garantirá os recursos necessários para satisfazer os gastos realizados. O resultado provavelmente será o aumento do déficit em decorrência do aumento dos gastos e o aumento da taxa de inflação devido à emissão monetária. (MENDONÇA, 2003, p.117).

⁹ Este é um caso denominado por Mendonça (2003, p.116) de “Dominância Monetária”.

Os instrumentos jurídicos, de políticas tributárias, monetárias, cambiais, industriais e outros devem ser utilizados a favor do combate a inflação e em prol do crescimento econômico, enquanto o banco central dirige as políticas monetárias, creditícia e cambial com independência em relação ao setor privado e sistema financeiro. (FREITAS, 2006, p. 289).

Em vez de conceder independência ao banco central¹⁰ na formulação e definição da política monetária, deve haver mecanismos institucionais que garantam a participação mais efetiva dos dirigentes do banco central nas decisões do governo. É importante que haja coordenação, via taxa de juros entre as políticas fiscais e monetárias, para o alcance de mais de uma meta. (FREITAS, 2006, p. 290 / SICSÚ, 2002b, p. 30). A (MENDONÇA, 2000, p.6; MENDONÇA, 2003, p.119).

No entanto, na prática, essa coordenação e autonomia nas políticas econômicas tornam-se mais complicadas com a liberalização da conta de capitais dos países, eliminando um espaço muito importante para a iniciativa do setor público. (CARVALHO, 2006).

Neste caso, segundo Carvalho (2006) e Sicsú (2003), os controles de capitais, principalmente os de curto prazo, são fundamentais para amenizar esses efeitos. Podem ser agrupados em três tipos: controle na entrada de capitais de não-residentes, para evitar pressões à apreciação do câmbio, controle na saída de capitais de residentes, para evitar a fuga de capitais e controle do endividamento externo das empresas para evitar descasamento cambial que possa resultar em insolvência.

Em um contexto de choque na taxa internacional de juros com fuga de capitais do país emergente ou na situação de risco de *default* em um regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio se eleva e com ela se eleva parte da dívida pública e os componentes da inflação. (PIRES, 2006b, p. 9).

Por essas e outras razões, de acordo com a visão pós-keynesiana, é que se torna importante a utilização de algum tipo de controle de capital independente do tipo de regime cambial existente, pois a sua alta volatilidade aumenta a incerteza dos agentes econômicos, desestabiliza as expectativas empresariais com relação ao retorno futuro de seus investimentos e pode contribuir para o aumento da inflação. (OREIRO et al, 2003; 2004 / PIRES, 2006b, p.7; PALLEY, 2002, p. 92).

¹⁰ Sobre os 'postulados da Escola Novo-Clássica' e a tese do IBC, ver Freitas (2006, p. 270).

Os países emergentes com mercado de capital reduzido em relação aos fluxos de curto prazo podem ter o câmbio excessivamente valorizado, elevando suas dívidas indexadas a moeda estrangeira e a taxa de juros ou adquiridas diretamente no exterior. Dependendo da situação, esses países podem ter problemas de solvência externa¹¹ em sua relação dívida externa / PIB, reduzindo a relação entre a transferência líquida de recursos para o exterior e as exportações. (OREIRO *et all* 2003; OREIRO, 2004).

Além disso, a taxa de juros também é sensível ao movimento do fluxo de capitais que entram e saem do país, e a alternativa do Banco Central em adotar uma regulação financeira desvincularia e reduziria a taxa interna de juros, estabilizando a dívida pública na presença de choques externos. Isso reduziria a importância de ajustes fiscais que comprometem a eficiência do setor público e o estado da economia. (PIRES, 2006b, p.7).

Segundo Oreiro *et alli* (2003) e Oreiro (2004), o efeito da política monetária sobre o nível de produção e de emprego em economias com regime de câmbio flutuante ocorre via variações nas taxas de cambio, através de seu efeito sobre o saldo da balança comercial, e não via taxa de juros. Por isso a importância em se controlar o nível de apreciação e depreciação da taxa de cambio.

Devido ao efeito da “Curva J”, a depreciação do câmbio inicialmente tende a reduzir as exportações líquidas em vez de aumentá-las, tendo um efeito recessivo sobre a economia e fazendo com que os agentes acreditem que a depreciação não foi suficiente e esperem por uma ainda maior. Os especuladores comprarão mais divisas e produzirão uma efetiva depreciação do câmbio, confirmando as expectativas iniciais e tornando possível a ocorrência de uma “bolha” especulativa no mercado de câmbio, gerada por profecias auto-realizáveis. Neste caso, tentando evitar essa situação, as autoridades monetárias podem ser obrigadas a manter altas taxas de juros.

O prazo de duração das medidas de controle de capitais depende do seu objetivo. Se o objetivo for o aumento da autonomia da política econômica e a redução da fragilidade externa da economia, o controle deveria ser de caráter permanente e aplicado tanto na entrada como na saída de capitais. A autonomia da política monetária exige que o Banco Central tenha a liberdade de utilizar a taxa de juros objetivando exclusivamente ao atendimento de objetivos domésticos, como emprego e inflação. (OREIRO, 2004).

¹¹ A capacidade de pagamento dos compromissos externos de uma economia é geralmente medida pela razão dívida externa/exportações (OREIRO *et alli*, 2003).

Os resultados das políticas econômicas implementadas dependem muito da forma como são executadas, da interdependência entre elas, da autonomia com a qual conseguem buscar seus objetivos, da credibilidade e reputação de seus executores transparentes aos agentes econômicos, dos objetivos buscados e dos prazos estipulados para seus resultados. Capitais externos são importantes, mas devem ser controlados, são voláteis e nem sempre contribuem para investimentos produtivos. Cabe às autoridades identificar a melhor maneira e o melhor tipo de controle a ser utilizado, o período e a forma de seleção para esses capitais. Cabe também ao Estado uma participação mais ativa, seja com seus instrumentos de política fiscal, seja no controle de sua dívida pública ou apenas criando um ambiente de maior confiança para os investidores privados.

O Estado não deve concorrer com a iniciativa privada, deve complementá-la, suprimindo suas deficiências, apoiando projetos de bem-estar social e econômico, distribuindo renda e fomentando investimentos privados que garantam o controle da inflação e o nível de desemprego. É sua função garantir, em conjunto com os demais representantes da economia, o controle dessas variáveis, unindo forças na busca de objetivos comuns, para que suas execuções não sejam contraditórias e acabem anulando seus próprios resultados.

Precisa haver cooperação entre todos e consenso sobre o que realmente é importante e qual a melhor maneira de conseguir, sem que haja competição entre as políticas. É preciso que as prioridades sejam transparentes e passem a ser efetivamente desenvolvimentistas e benéficas para a sociedade e economia como um todo. As políticas econômicas devem ser complementares umas às outras e não concorrentes.

CAPITULO 2 O REGIME DE METAS DE INFLACAO

2.1 Características Gerais

O Regime de Metas de Inflação tem sido adotado com bastante frequência pelos países desenvolvidos e em desenvolvimento, nas últimas décadas. Sua adoção tem sido responsabilizada pela redução dos elevados níveis de inflação, especialmente, nas economias com histórico inflacionário crítico, como o Brasil, Chile, República Tcheca, Polônia e África do Sul. Apesar da existência de diversas críticas ao regime e da relação entre a queda da inflação e o mesmo.

Sua fundamentação teórica vem da Escola de pensamento Novo-Clássica baseada no tripé: taxa natural de desemprego, curva expectacional de Philips e viés inflacionário dos governantes¹². A taxa natural de desemprego diz respeito à taxa que existe na economia composta apenas pelo desemprego voluntário ou friccional; o viés inflacionário é a tendência existente entre os governantes a aceitar uma inflação mais elevada para reduzir o desemprego. (SICSÚ, 2002b, p.26).

De acordo com a hipótese da taxa natural de desemprego, os mercados se ajustam automaticamente, sem a necessidade de intervenção política, igualando a taxa de desemprego à taxa natural e permitindo que todos que desejem trabalhar consigam emprego.

O instrumento de manipulação utilizado no Regime de Metas de Inflação é a taxa de juros e o objetivo estabelecido para a autoridade monetária é a busca por uma meta para a inflação que pode ser pontual ou estar dentro de um intervalo, permitindo alguma variação. Neste segundo caso, ela possui um valor mínimo e um máximo e a autoridade monetária responsável pelo cumprimento da meta estará obrigada a evitar apenas que a inflação sofra grandes oscilações e possa ultrapassar algum desses limites. A busca por metas explícitas para a inflação funciona como uma âncora nominal para a política monetária e combate o “viés inflacionário”, eliminando o incentivo à promoção de surpresas monetárias e evitando as tentativas de se aquecer a

¹² A teoria do viés inflacionário está relacionada à Inconsistência Dinâmica da política monetária. Sobre as premissas dessa inconsistência, ver OBSTFELD, M ROGOFF K, “Foundations of Open Macroeconomics” The MIT Press 1996 (O&R).

economia para níveis além de suas “taxas naturais”. (LIBÂNIO, 2004, p. 16; MONDENESI, 2005, p. 54).

Isso ocorre porque os agentes econômicos perceberão a intenção do governo em alterar a política monetária e reagirão com aumento de preços e redução na credibilidade do Banco Central. Já que também a autoridade monetária deixou explícito que sua responsabilidade e de seus dirigentes abrange apenas a manutenção da inflação dentro do intervalo previsto, sem o comprometimento com a promoção do crescimento econômico ou redução do desemprego. (MENDONÇA, 2002b, p.47).

Os defensores do regime de Metas de Inflação acreditam que a concessão de independência ao Banco Central na elaboração dos objetivos a serem perseguidos e na utilização dos instrumentos é necessária, para que ele não sofra intervenções políticas e acabe prejudicando seu desempenho. A autoridade monetária consegue se focar mais facilmente na meta e obter melhores resultados sem a intervenção direta ou indireta do Executivo ou Legislativo.

As principais características do Regime de Metas de Inflação são:

- Anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação.
- Compromisso institucional com a adoção da estabilidade de preços como sendo a meta de longo prazo da política monetária. Dada a sua prioridade, todos os demais objetivos a ela se subordinam.
- Reduzida importância das metas intermediárias
- Maior transparência na condução da política monetária via melhoramento dos canais de comunicação entre o banco central e os agentes econômicos, possibilitando um maior monitoramento e verificação dos resultados da autoridade monetária por parte dos agentes.
- Independência na utilização dos instrumentos do banco central ou maior capacidade de execução de suas metas, com maior autonomia para a autoridade monetária determinar a trajetória da taxa de juros. (MENDONÇA, 2003, p. 112; MONDENESI, 2005, p.65, MISHKIN, 2000, p.3).

O Banco Central, através de modelos econométricos e pesquisas de mercado, prevê o comportamento da inflação, para um ou dois anos, fixa a meta¹³ ou banda de flutuação e, a partir

¹³ A meta pode ser fixada também por outra instituição; no caso do Brasil, ela é fixada pelo Conselho Monetário Nacional.

daí, passa a perseguir o seu cumprimento. E para isso, utilizará mais ou menos austeridade monetária, dependendo do cenário e do quanto a meta estiver comprometida ao longo do tempo.

Quando a inflação foge do intervalo estipulado, o banco central reage elevando a taxa de juros para tentar contê-la, persistindo até que ela volte para dentro de seus limites. A independência do banco central, segundo os defensores desse regime, serve para garantir a utilização dos juros o quanto for necessário, evitando que haja influência política que possa impedir sua manipulação adequada em determinadas situações.

Segundo Mishkin (2000, p.5), em alguns países, os dirigentes do banco central que não cumprem a meta de inflação são penalizados com a perda do cargo e explicações públicas, além da elaboração de um plano rígido com medidas para o retorno da inflação ao patamar previsto.

Apesar de seus benefícios em termos de transparência e comprometimento no combate a inflação, segundo Freitas (2006, p.284) e a visão pós-keynesiana, na economia capitalista, a adoção desse regime pode deixar o governo sem um importante instrumento de combate ao desemprego e à recessão, impedindo a utilização da política monetária em conjunto com outras políticas econômicas.

Nesta concepção, a política monetária não pode ser isolada das demais, sendo utilizada exclusivamente para combater a inflação e os déficits fiscais. Ela deve ser integrada com outras políticas na obtenção de emprego, aumento do produto, aceleração do crescimento econômico e potencialização das políticas fiscal e cambial.

Além disso, em todos os países, o combate à inflação deve considerar sempre o seu tipo e origem, pois nem sempre as inflações são iguais. Isso inviabiliza a utilização de instrumentos de combate similares entre as economias, apesar do regime de metas estar presente em diversos países de diferentes realidades. (MOOSA, 1997, p.652; WRAY, 1997, p.543).

Os pós-keynesianos não reconhecem a noção monetarista de que a inflação é sempre um fenômeno puramente monetário causada por uma elevação da demanda agregada para além do produto “natural” de longo prazo.

Na maioria das vezes, a inflação se relaciona à elevação dos custos de produção causada, por exemplo, por choques no mercado externo e quebras de safras e ao conflito entre diversos grupos pela distribuição da renda nacional. Existem diversos tipos de inflação e para cada um existe uma medida de combate específica, não sendo recomendado a utilização da política monetária de elevação da taxa de juros como instrumento fundamental de estabilização de preços

para todos os tipos. Se o instrumento de combate não for adequado, os resultados não serão os esperados e não se restringirão ao ataque exclusivo à inflação. (SICSÚ, 2002b, p.16; 2003, p.7).

Combater a inflação com o instrumento errado pode fazer com que os resultados não sejam atingidos de forma satisfatória, fazendo com que a autoridade monetária perca a credibilidade. E se isso ocorrer com frequência, vai ficar cada vez mais difícil explicar o porquê das falhas e a montagem dos planos de retomada ao controle da inflação. (MISHKIN, 2000, p.5).

De acordo com Sicsú (2003, p.16) e Sicsú e Oliveira (2003, p.54), há sete tipos de inflação: a inflação importada, a de preços administrados, a de salários, a de impostos, a *Spot ou commodity*, a de grau de monopólio ou de lucro e a de retornos decrescentes relacionada com a inflação de demanda. E para cada uma, existe um instrumento de combate adequado, pois nem todas são resolvidas do mesmo modo.

Dos sete tipos de inflação apresentados acima, seis são de custos e apenas um é considerado de demanda. E para os pós-keynesianos, qualquer inflação que ocorra em um ambiente econômico abaixo do nível de pleno emprego é um problema estritamente do lado da oferta, cujas causas não serão combatidas através da elevação da taxa de juros, embora tal aumento possa combater seus sintomas¹⁴. Isso significa que dos sete tipos acima, apenas um, a inflação de demanda, corresponde positivamente ao combate em sua plenitude via utilização do instrumento taxa de juros.

A manipulação da taxa de juros afeta a demanda agregada através do investimento agregado e taxa de câmbio, atingindo e controlando a inflação. (LIBÂNIO, 2004, p.18; OREIRO e PASSOS, 2005, p.3). O que significa que a inflação não será combatida em suas causas reais. Pelo contrário, os efeitos colaterais resultantes de medidas inadequadas podem ser ainda maiores do que os prejuízos da própria inflação. As economias podem sofrer com desordens financeiras sem nem conseguir combater a elevação dos preços, além de elevar os custos da perda de emprego e de produto. (FREITAS, 2006, p. 285; PALLEY, 2002, p.91).

A teoria de Keynes e os desenvolvimentos pós-keynesianos, como os de Paul Davidson, Hyman Minsky, Marc Lavoie, Philip Arestis e Randall Wray afirmam que a utilização da taxa de

¹⁴“O aumento da taxa de juros combate qualquer tipo de inflação, mas nem sempre combate as suas causas. A teoria convencional afirma que o efeito colateral de se combater a inflação é o aumento do desemprego, mas se esquece de que o significado de “efeito colateral” é aquele que surge em paralelo ou após algum resultado positivo. E neste caso, a taxa de juros não derruba os preços diretamente, mas gera desemprego simultaneamente, isto é, o efeito negativo é prévio, pois para que a taxa de juros reduza a inflação é preciso primeiro que ocorra desemprego”. (SICSÚ, 2004, p.6).

juros não é a solução para a causa da essência da inflação. (SICSÚ, 2002a, p.3). Ela atingirá os elevados níveis de preços, através do pessimismo empresarial, reduzirá os investimentos privados e pelo efeito multiplicador resfriará toda a economia, aumentando o desemprego e dificultando a passagem de custos aos preços devido à queda no nível da demanda. (CARVALHO, 2004, p. 319; SICSÚ, 2002b, p.3; 2004, p.4). No entanto, essa dinâmica está longe de resolver o problema e apenas colabora para a sua postergação, impactando a economia como um todo.

No mercado de trabalho, resulta em aumento das demissões, adoção de práticas ilegais (horas extras não-pagas, sonegação de impostos), redução de salários via rotatividade e redução de gastos com a mão-de-obra através da sua precarização. (DAVIDSON, 2006, P.701; SICSÚ, 2004, p.5). E a nível empresarial, prejudica as expectativas de lucro para os investimentos produtivos e desvia parte desses recursos para investimentos financeiros menos arriscados e de retorno mais rápido e atraente.

A penalização da elevação de preço é geral e igual, fazendo com que muitas empresas não suportem os elevados custos financeiros e a fraca demanda para seus produtos e entrem em processo de falência, demitindo funcionários e fechando as portas. (SICSÚ, 2002b, p. 14; 2004, p.4).

Por isso, há críticas importantes ao regime em relação à rigidez, à alta discricionariedade concedida na condução da política monetária, ao aumento da variação do produto e do crescimento da economia, às dificuldades de se prever a inflação e a meta a ser seguida. E não evita a dominância fiscal, quando o governo não tiver como se financiar, além de exigir uma alta flexibilidade da taxa de câmbio que pode resultar em instabilidades financeiras em um cenário de crescente globalização das finanças internacionais. (CARVALHO e GIAMBIAGI, 2002, p.27; MENDONÇA, 2003, p.116; MONDENESI, 2005, P.196, MISHKIN, 2000, p.5).

A eficácia do regime de metas de inflação vem sendo questionada até mesmo por países desenvolvidos, que atendem aos requisitos básicos necessários para a sua implementação. Em meados de 2003, o FMI divulgou um estudo realizado por Ball e Sheridan, para avaliar os impactos no desempenho econômico do regime de metas em sete países membros da OCDE, que adotaram o regime no início de 1990 com outros treze países também membros da OCDE, mas que não o adotaram. A conclusão extraída da análise econométrica indicou a inexistência de evidências favoráveis ao regime de metas de inflação na promoção de melhor performance das economias com relação à taxa de inflação, ao PIB e à taxa de juros. (FREITAS, 2006, p. 288).

Além de rejeitar a tese de superioridade do regime de metas em relação às demais políticas monetárias, os resultados indicaram que ele serve muito mais aos interesses políticos do que aos econômicos, pois favorece a transparência¹⁵ na adoção das medidas de política econômica. Isto significa que medidas de política econômica transparentes são muito bem vistas em termos políticos, refletem comprometimento e honestidade, mas não necessariamente são benéficas para a economia. (FREITAS, 2006, p. 288, MISHKIN, 2000, p.5).

O sucesso na adoção do Regime de Metas de Inflação em diversos países depende principalmente da sua gestão, envolvendo o grau de independência do banco central, os instrumentos de política que serão utilizados, a meta a ser perseguida e a elasticidade do prazo determinado para alcançá-la. A substituição da rigidez pela flexibilidade é muito importante, pois o banco central não pode estar preocupado apenas com a inflação. “Uma ênfase exclusiva nas metas de inflação pode acarretar uma economia real altamente instável, caso ocorram significativos choques de oferta, como grandes mudanças nos preços do petróleo”. (FARHI, 2007, p.5). A política monetária deve ter como objetivos também o produto, o emprego e a taxa de câmbio. (DAVIDSON, 2006, p.695; FARHI, 2007, p.2).

Além disso, ela deve buscar uma inflação a nível factível e compatível com as características da economia na qual foi implantada. Pois não se deve esquecer que cada economia possui um nível de inflação que pode ser sustentável. Não adianta tentar reduzir a meta de banda de variação ignorando essa especificidade, que os resultados não serão satisfatórios e nem os esperados.

De acordo com alguns estudos também do FMI, o Regime de Metas pode ser adotado em países que possuem alguns pré-requisitos como banco central independente sem pressões políticas, infra-estrutura técnica bem desenvolvida com previsão de inflação e modelos econométricos¹⁶ adequados, preços desregulados com baixa sensibilidade aos preços das commodities e a taxa de câmbio, baixa dolarização e sistema financeiro sadio com garantia de transmissão da política monetária.

¹⁵ Esse argumento da transparência, segundo a teoria convencional, fornece aos agentes um horizonte sem surpresa e sem manipulações políticas de variáveis econômicas eminentemente “técnicas”. (FREITAS, 2006, p. 288).

¹⁶ Esses modelos são simples para focarem em um número pequeno de fatores essenciais para o entendimento: “esses modelos contêm poucas equações e poucas variáveis, mas carregam um conteúdo teórico considerável e fornece uma representação dos mecanismos de transmissão da política monetária”. São de fácil entendimento e adequado para simulações para vários aspectos. (BOGDANSKI; et alli, 2000, p.5-6).

Essas características não estão presentes na maioria das economias emergentes, nas quais ocorre exatamente o contrário. Essas economias possuem alta sensibilidade aos choques exógenos, desde a forte liberalização dos movimentos de capitais na década de 1980, quando passaram a receber grande parte desse fluxo em busca de rentabilidade e novas oportunidades. Não possuem um sistema financeiro sadio e nem um mercado de capitais desenvolvido, possuem preços indexados a moeda estrangeira e possuem pautas de exportação de alta sensibilidade a variações de preços das commodities.

São economias também bastante dependentes do ingresso de capitais externos e com elevado índice de endividamento público atrelado aos juros e a moeda estrangeira. Isso dificulta a ação isolada da política monetária, pois dependendo das medidas adotadas, a sustentabilidade da dívida e a solvência da economia podem ficar comprometidas.

Nessas economias, a transmissão dos efeitos da taxa de câmbio aos preços internos, o que denominamos de “*pass-through*” é muito maior que nas economias desenvolvidas, fazendo com que as desvalorizações cambiais resultem em surtos inflacionários mais intensos. Essas economias possuem um histórico inflacionário que acentua essa transmissão e reduz a autonomia da política monetária. Segundo Farhi (2007, p.10): “quanto maior for o *pass-through*, maior será o impacto do câmbio sobre a inflação e maior a propensão das autoridades monetárias a aumentar as taxas de juros”.

O grau de *pass-through* é uma variável importante e impacta diretamente nas variações de preços de uma economia, fazendo com que as oscilações da taxa de câmbio devam ser controladas, já que seus efeitos são rapidamente e em grande parte transmitidos aos preços da economia.

O movimento existente em direção a internacionalização da produção e *outsourcing* de etapas do processo produtivo dos países desenvolvidos elevam a importação de peças e componentes. E se um país hospeda muitas filiais de multinacionais estrangeiras e possui uma moeda fraca e instável, seu nível de *pass-through* pode se elevar se por algum motivo, sua moeda perder a credibilidade para a função reserva de valor. Isso provavelmente irá comprometer a variação de preços em sua economia, caso haja uma desvalorização acentuada em sua taxa de câmbio.

Esses reajustes generalizados são mais comuns em países com memória inflacionária recente, nos quais uma forte desvalorização, mesmo que temporária, é tida como uma ameaça de

retorno da inflação. (FARHI, 2007, p.17). Além disso, a banda a ser utilizada para a meta não deve ser excessivamente estreita e elevada, pois a preocupação deve ser para a alta inflação e não para todas as inflações. Admitindo a aceitação do regime de metas no pensamento pós-keynesiano, uma meta compatível com uma economia de padrões pós-keynesianos deve ter uma meta de banda mais elástica do que o intervalo de 0-3% geralmente adotado pelas economias desenvolvidas. (FARHI, 2007, p.7)

Sem as condições necessárias, as instabilidades financeiras e de capitais se transferem para a economia real e impactam nos preços, juros, câmbio e produto, tornando difícil a implantação de um regime baseado no câmbio flutuante e podendo resultar em surtos inflacionários. Uma elevada desvalorização provocará uma elevação dos preços rápida e reduzirá a autonomia da política monetária, prejudicando o desempenho do regime de metas.

Frankel, Parsley e Wei, *apud* Farhi (2007, p.13-14) apontam que os determinantes mais importantes na determinação da velocidade e transmissão da taxa de câmbio aos preços incluem o nível de inflação no longo prazo, a volatilidade de longo prazo da taxa de câmbio, o nível de renda *per capita* (quanto menor for maior será a suscetibilidade da inflação desses países à variação da taxa de câmbio e maior o *pass-through*) e os custos de transporte e tarifas de importação que podem ser uma barreira para a elevação dos preços dos importados e dos produtos no atacado. “Esses produtos são muito sensíveis à taxa de câmbio nos países em que eles fazem parte da pauta de comércio externo”. (FARHI, 2007, p.16).

Quanto maior for a inflação no longo prazo e a volatilidade cambial e menores os custos de transporte e as tarifas de importação, maior tenderá a ser o grau de *pass-through* da economia e mais sensível as variações cambiais ela será.

Por isso, Goldstein (2002) *apud* Farhi (2007), sugere a adoção de uma combinação de políticas econômicas que administre a taxa de variação do câmbio e possibilite a sua adequação às metas de inflação, evitando que o regime busque exclusivamente a redução nas variações de preços. Já que, essa postura poderá prejudicar a economia e agravar ainda mais o problema da inflação.

2.2 O Regime de Metas de Inflação no Brasil

Na década de 1990, diversos países da América Latina vivenciaram em suas economias a liberalização econômica e financeira já instaurada nas economias desenvolvidas. A liberalização previa livre movimentação dos capitais entre as economias, cujo diferencial se baseava no patamar e na competitividade da taxa de juros, e impactava negativamente na dívida pública interna dos países, tornando-os vulneráveis a ataques especulativos e crises financeiras¹⁷. (ARESTIS *et alli*, 2008; WERLANG *et all* 2000, p.6).

Houve redução do fluxo de investimento e reversão dos já existentes de curto prazo deteriorando os saldos das contas de capitais e elevação do risco país. Os investidores oscilaram em suas decisões já realizadas e futuras, com receio de que a crise que ocorria na Rússia, por exemplo, se alastrasse para os demais países emergentes. Passaram a evitar os investimentos mais arriscados e a moderar nas decisões mais arrojadas. (MONDENESI, 2005, p.115; OREIRO *et alli* 2003a, p.104; WERLANG *et alli*, 2000 p.6.).

No Brasil, a liberalização econômica e financeira também ganhou força e aqueceu a discussão interna a seu favor, em um ambiente marcado por verdadeiros surtos inflacionários e expectativas deterioradas a respeito do futuro da economia. A inflação já havia escapado ao controle da autoridade monetária e carregava em si um forte componente inercial que precisava ser combatido definitivamente.

Na tentativa de atenuar a situação, o governo brasileiro aumentou a taxa de juros para incentivar o ingresso de capitais, reduziu o prazo médio mínimo de amortização dos empréstimos externos e a incidência de IOF sobre os ingressos de moeda estrangeira. O objetivo era aumentar o volume de reservas para elevar a confiança dos agentes econômicos em um ambiente com baixo nível de reservas e desequilíbrios macroeconômicos sem austeridade fiscal. (OREIRO *et all* 2003a, p.105).

Este cenário de crise interna adicionado à conjuntura externa desfavorável sem ajuda financeira do FMI fez com que se formasse um ambiente de desconfiança para os investidores em

¹⁷ Como exemplo de crises financeiras nos países emergentes, pode-se citar a do México em 1995, a do Brasil em 1998, e a da Argentina, em 2001.

relação à trajetória de queda acentuada no nível das reservas internacionais e medidas de política econômica. (OREIRO *et all* 2003a, p.105). Uma das grandes conseqüências dessa conjuntura externa desfavorável foi a deterioração das condições de liquidez internacional com redução dos fluxos de financiamento externo e aumento da aversão ao risco, especialmente com relação aos países emergentes.

A discussão foi levada adiante, até que em meados da década, a solução foi encontrada e implementada com a indexação da economia, através do Plano Real, que devolvia aos pouco a estabilização de preços que não se via há muito tempo. Para que o Plano fosse adotado, o câmbio passou a ser semi-fixo e controlado.

No entanto, com as crises financeiras que afligiram principalmente as economias emergentes, o regime cambial fixo foi pressionado e reaqueceu a discussão em torno do uso da política monetária. A política monetária que era considerada passiva devido à endogeneidade da moeda, que inviabilizava qualquer controle sobre os agregados monetários, passou a ganhar importância e relevância nas decisões da autoridade monetária. (CARVALHO, 2004, p.315-16).

Incapacitado de sustentar o regime de metas cambiais, dada a limitação das reservas, o Banco Central optou por abandoná-lo em Janeiro de 1999, adotando uma nova âncora nominal capaz de coordenar as expectativas inflacionárias e a formação de preços. (MONDENESI, 2005, p. 122; SILBER, 2002, p.15).

Nesse mesmo período, diversos países industrializados já haviam adotado o Regime de Metas de inflação, como medida de política monetária, servindo como exemplo para países da America Latina. O regime foi adotado pelo Chile em 1990, pelo México em 1999, pela Colômbia em 1999 e pelo Peru em 2002.

Para a discussão introdutória do regime, foi organizado um seminário pelo FMI, Banco Central do Brasil e representantes dos países que já o haviam adotado (Austrália, Canadá, Chile, Israel, México, Nova Zelândia, Suécia e Reino Unido) para fornecer detalhes, esclarecer dúvidas e apresentar os resultados para os demais. (WERLANG *et alli* 2000, p. 9).

Em 1999, o regime de metas de inflação¹⁸ foi efetivamente adotado no Brasil, em um ambiente de incertezas e instabilidades, promovendo a elevação da taxa de juros em busca do controle da inflação. (CARVALHO, 2004, p.330; FARHI, 2007, p.28).

¹⁸ Em primeiro de Maio de 1999, o Brasil adotou o regime de metas de inflação como estrutura para sua política monetária e o presidente instaurou o decreto n. 3088 de 21 de Junho, apresentando os principais pontos. (WERLANG *et alli* 2000, 10).

Na implantação da política monetária, o processo de flexibilização da taxa de câmbio foi bastante lento e acabou resultando em aumento acelerado do déficit no saldo em conta corrente e da dívida pública atrelada parte ao câmbio e parte aos juros, deixando o regime vulnerável a ataques especulativos (MONDENESI, 2005, p.116).

O câmbio flutuante adotado passou a ser o principal fator de estabilidade dos preços na economia, transmitindo os efeitos da política monetária e reduzindo os efeitos de outros choques exógenos, como o aumento dos preços internacionais das commodities. (FARHI, 2007, p.28). No entanto, era preciso um controle dessa flutuação, pois se fosse excessiva, poderia ocasionar oscilações do produto e da própria taxa de câmbio. (ARESTIS *et alli*, 2008).

Uma das premissas do regime de metas era a preocupação exclusiva da autoridade monetária com a inflação. Para isso, todas as metas estabelecidas para o alcance da estabilização de preços eram acompanhadas e encaminhadas para suas funcionalidades a qualquer ameaça de não cumprimento do estabelecido inicialmente para todas as políticas econômicas. Independente dos riscos que medidas excessivamente austeras pudessem resultar. (SICSÚ, 2002, p. 23).

Para que o regime de metas pudesse ser implantado com sucesso, alguns pré-requisitos foram levantado, por um estudo de Carare *et alli.*, (2002) *apud* Freitas (2006, p.287), definindo quatro conjuntos de condições necessárias para os países emergentes:

- Independência do Banco Central e responsabilização pública dos seus atos, com mandatos não coincidentes e regras rígidas para a demissão dos dirigentes, transparência e prestação de contas à sociedade (*accountability*).
- Estabilidade Macroeconômica (equilíbrio fiscal, baixa dependência externa, inflação em declínio quando o regime fosse adotado)
- Estabilidade e desenvolvimento do Sistema Financeiro (estabilidade e rigidez do sistema financeiro e mercado de capitais desenvolvidos)
- Existência de instrumentos de política monetária apropriados, incluindo técnicas de controle e previsão da inflação e objetivo cambial subordinado à meta de inflação.

No entanto, apesar de o Brasil não possuir esses pré-requisitos, a política monetária foi adotada assim mesmo, visando ajustes nas contas publicas e redução da dependência externa, para promover o desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais. (FREITAS, 2006, p. 287; WERLANG *et alli*, 2000, p.9).

O Brasil iniciou a partir daí, uma nova experiência de fazer projeções sobre a inflação futura muito importante para o Brasil e que até então inexistia. O país, segundo Werlang *et alli* (2000, p.9), não conhecia direito a estrutura do regime de metas, não possuía as condições técnicas adequadas, não possuía um departamento exclusivo de pesquisa no Banco Central e nem instrumentos e modelos econométricos capazes de analisar os possíveis cenários econômicos. Por isso, com a implantação do regime, dentro do Banco Central, foi criado um departamento de pesquisa com três áreas: metas de inflação, com 14 pesquisadores, risco financeiro e microeconomia bancária.

O instrumento de política monetária utilizado passou a ser a taxa de juros de curto prazo, a taxa SELIC, capaz de afetar o consumo de bens duráveis e investimentos em um período de 3 a 6 meses. Além de afetar a taxa de câmbio e a inflação importada. (WERLANG *et alli*, 2000, p.15).

O Conselho Monetário Nacional (CMN)¹⁹ passou a estabelecer a meta de inflação proposta pelo Ministro das Finanças, com 18 meses de antecedência, e o Comitê de Política Monetária (COPOM)²⁰ do Banco Central passou a perseguir-la através da manipulação da taxa de juros de curto prazo: a taxa SELIC²¹ (Sistema Especial de Liquidação e Custódia). Segundo Arestis (2008, p. 14), devido ao seu histórico inflacionário, o Brasil foi o único país, no qual o Banco Central ao mesmo tempo em que determinava a taxa de juros que remunerava os títulos públicos passou a utilizá-la também como meta operacional para as reservas do setor bancário.

Isso pode ser considerado uma inconsistência, já que as elevações de juros impactam diretamente na dívida pública e na remuneração dos títulos públicos, elevando a renda de seus detentores e conseqüentemente o consumo e a inflação. Elevando a taxa de juros, temos dois efeitos distintos, um refletindo na trajetória da dívida, tornando-a ascendente, e outra refletindo na renda dos detentores de títulos públicos que passam a ser beneficiados pela elevação dos rendimentos de seus títulos. O primeiro efeito, dependendo da elevação da taxa de juros, pode levar a dívida pública a uma posição insustentável, e o segundo, pode aumentar a inflação da

¹⁹ O CMN é formado pelo presidente do banco central e o ministros da fazenda e do planejamento.

²⁰ Fazem parte do COPOM todos os membros da diretoria da autoridade monetária e áreas administrativas. (FARHI, 2007).

²¹ O COPOM estabelece a taxa de juros SELIC para os títulos do mercado interbancário no overnight e a cada reunião decide qual será a taxa do mês seguinte. As reuniões são mensais e após cada uma, o Comitê elabora uma minuta resumindo as principais decisões e discussões e a cada 4 meses, o banco central divulga o Relatório de Inflação com informações detalhadas das condições econômicas, previsões e alterações na taxa SELIC. (ARESTIS, 2008).

economia, ao elevar os rendimentos e conseqüentemente o consumo. São efeitos contraditórios e que vão contra aos princípios do regime de metas de redução da inflação e da dívida pública.

As metas foram fixadas dentro de uma faixa de flutuação para o índice de Preços ao consumidor amplo (IPCA²²), divulgado pelo IBGE, variando de um ano para outro. Nos casos de descumprimento da meta, o presidente do Banco Central deveria expor os motivos e as medidas necessárias para trazer a inflação para dentro dos limites novamente, em um prazo estipulado. O índice de preços utilizado seria o cheio e não o *core inflation*, fazendo com que fatores temporários e externos tivessem influencia e fossem considerados como aumento de preços e impactassem na obtenção da meta estipulada. (FARHI, 2007).

A escolha do índice cheio teve por objetivo o ganho de credibilidade para o regime, já que o país já tinha experimentado, no passado, casos de manipulação de índices de preços. (WERLANG *et alli*, 2000, p.14). No entanto, isso fugiu ao conceito de flexibilidade que o regime deveria ter, se adotasse o *core inflation* e um horizonte de tempo mais extenso para o estabelecimento da meta (no Brasil, o horizonte escolhido foi o ano calendário). Não havia garantias de que o país agiria imediatamente quando houvesse um choque de oferta ou algum outro acontecimento que pudesse prejudicar a economia e exigisse medidas mais extremas de mudança de comportamento por parte do Banco Central. A busca pela meta foi estabelecida de maneira bastante rígida, indicando alto comprometimento com a inflação e baixo comprometimento com os efeitos colaterais de tais medidas, visualizados nos níveis de emprego e de investimentos e da produção industrial e renda agregada.

As metas foram definidas para 1999 (8%), 2000 (6%) e 2001 (4%), com intervalo de tolerância de mais ou menos 2% e o racional para a adoção das metas foi o histórico inflacionário do Brasil de elevações temporárias de preços. A economia ficou bastante sensível aos choques exógenos e a variação cambial, em relação às demais economias emergentes, apesar disso não ter sido considerado no estabelecimento das metas e no acompanhamento de seu desempenho.

O índice de preços escolhido foi o IPCA, composto 60% por produtos de alta sensibilidade as crises econômicas e financeiras e por preços administrados por contrato que apresentam taxas de inflação maiores do que os preços livres, e acabam elevando o indicador de inflação. O IPCA também sofre influencia das variações dos preços dos insumos importados,

²² O IPCA abrange uma amostra de famílias com renda pessoal entre 1 e 40 salários mínimos, incluindo 9 áreas metropolitanas (São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba). (WERLANG, *et alli*, 2000, p. 9).

sempre que há variações na taxa cambial, o que não pode ser combatido pela simples elevação da taxa de juros. (FARHI, 2007, p.29).

O impacto da utilização da taxa de juros na redução dos preços depende da proporção existente entre os preços medidos pelo IGP, que mede a inflação dos preços administrados, e os medidos pelo IPCA. Quanto maior a proporção do primeiro em relação ao segundo, maior terá que ser a elevação da taxa de juros para se obter algum efeito de redução, pois menor será a influencia da taxa de juros sobre o comportamento dos preços. Os preços administrados são amarrados a formas mais rígidas de controle, como os contratos, que não podem se alterados a todo instante e que não consideram em si, apenas a inflação do período vigente. (ARESTIS *et alli*, 2008, p.13). O acompanhamento do regime de metas deveria ser feito com a análise da evolução dos preços da economia, através de uma cesta de bens e serviços sensíveis a variações de juros e de menor *pass-through*. Isto é, preços para os quais faça sentido a manipulação da taxa de juros.

Se bem que dizendo isso, podemos pensar que a inflação da economia brasileira, excluindo os preços administrados e de alto *pass-through*, pode ser combatida preponderantemente através da manipulação da taxa de juros. E isso não é verdade, já que sua origem é muito mais proveniente de elevações de custos e problemas no lado da oferta, do que de problemas oriundos do lado da demanda que possam sempre ser solucionados pela elevação da taxa de juros.

As elevações da taxa de juros no setor produtivo brasileiro impactam diferentemente por setor econômico, à medida que alguns conseguem repassar parte do aumento de preços para seus produtos, atenuando o prejuízo, enquanto outros, devido às peculiaridades de sua demanda, oferta e produção, são obrigados a absorver o prejuízo. Isso pode ser visualizado na comparação entre os setores de bens comercializáveis e os de bens não comercializáveis. Em períodos de alta inflação, os produtores de bens comercializáveis, como por exemplo, os produtores de algumas commodities homogêneas, como a soja, por exemplo, conseguem repassar parte do aumento de preços com a desvalorização cambial ou alta dos preços internacionais, para seus produtos no mercado interno. Eles possuem flexibilidade e opção de mercado para seus produtos, podendo ofertar tanto no mercado interno como no externo, dependendo do preço, do tamanho da demanda e da taxa de juros. Se a taxa de juros for muito elevada, ele terá a opção de reduzir a

parcela produzida internamente e transferir toda a sua produção para o exterior, prejudicando o crescimento econômico e reduzindo as margens de lucro das empresas. (FARHI, 2007, p.29).

Já no grupo de produtores de bens não comercializáveis, o aumento dos juros aliado a baixos níveis de crescimento econômico reduzem a demanda e as margens de lucro no mercado interno dessas empresas, à medida que não possuem a opção de direcionar parte de sua produção para as exportações. Além disso, também sofrem bastante com os impactos negativos dos efeitos do elevado *pass-through* e com a redução de demanda e elevação de preços dos bens administrados e altas taxas de juros. Isso faz com que o índice de preços seja muito mais susceptível aos choques exógenos, às variações cambiais e aos preços internacionais, em vez de simples variações da demanda. Os preços dos bens não comercializáveis se ajustam à redução da demanda agregada decorrente do aumento da taxa de juros, reduzindo custos e margens de lucros e não representam nem metade do IPCA, que direciona o regime de metas de inflação. No IPCA a maioria dos preços é administrado e de bens comercializáveis.

A intensidade com que isso ocorre depende ainda do nível de concentração e da origem do capital da empresa. Se o setor possuir alto poder de mercado ou a opção de vender grande parte da sua produção para o mercado externo, provavelmente será menos afetado pelas reduções de preços decorrentes da elevação da taxa de juros, pois terá alternativas de vendas que atenuam a queda de sua margem de lucro. São exemplos de setores, as empresas que possuem filiais no exterior ou que possuem produtos atrativos no mercado exterior, com elevado *market share*²³ fora do país.

A origem de capital e as estruturas de mercado das empresas que produzem bens-comercializáveis são bastante diferenciadas, refletindo na formação de preços. Os setores mais concentrados ou de propriedade estrangeira não estão dispostos a reduzir preços em função da elevada taxa de juros e da queda da demanda, como por exemplo, a indústria de cimento. Já outros como os produtores de bens duráveis (automóveis, eletroeletrônicos e linha branca) reagiram à queda da demanda interna através da exportação de parte de sua produção por causa da redução da demanda interna e sem reduzir a margem de lucro.

²³ Participação de mercado da empresa dentro do setor em que atua. Se o seu *market share*, por exemplo, for de 50%, significa que ela possui 50% de participação naquele mercado.

Neste caso, o efeito da elevação da taxa de juros não será o esperado, enquanto que para empresas menores, especialmente no setor de serviços, ele será bastante acentuado, resultando em cortes de margens de lucro, perdas de vendas, e muitas vezes, em fechamento.

Isso significa que enquanto muitas empresas podem ser severamente afetadas pela austeridade monetária, outras praticamente nem sentirão seus efeitos, pois possuem margem para manobra para escoar sua produção e resolver seus problemas de financiamento, muitas vezes com acesso ao mercado financeiro internacional, bastante freqüente dentre as filiais de multinacionais no Brasil.

Essas diferenças de impactos e comportamentos distorcem a competitividade entre as empresas e não irão significar efeitos positivos na política monetária e nem na economia como um todo, considerando a taxa de emprego e de crescimento.

Em termos operacionais, para efeito de transparência das atividades do Banco Central e seus resultados, criou-se também o “Relatório de Inflação”, para constarem os objetivos, limitações e medidas de políticas monetárias a serem seguidas pela instituição. As atas das reuniões mensais do COPOM também passariam a ser publicadas após cada reunião, e não mais após três meses. (GIAMBIAGI e CARVALHO, 2002, p.29; MONDENESI, 2002, p. 124; SICSÚ, 2002, p.24). O relatório de inflação foi criado para divulgar os resultados da política monetária com relação à inflação, produto e outras variáveis macroeconômicas. E se a meta não for atingida, a autoridade monetária deverá esclarecer publicamente os motivos e anunciar as medidas que serão tomadas para levar a inflação ao patamar estipulado. (ARESTIS *et all*, 2008).

Na base da política econômica²⁴, junto ao câmbio flutuante com plena mobilidade de capitais, estava a meta para os superávits fiscais primários, com o objetivo de ganho de credibilidade por parte dos mercados financeiros internacionais. (SICSÚ, 2002, p.1).

O déficit primário passou a ser combatido, porque influencia a demanda agregada e conseqüentemente a inflação e a taxa de juros. E para isso, foi criada a Lei de Responsabilidade Fiscal que estabelecia a meta fiscal, para além do acordo com o FMI, indicando que as coordenações que foram implementadas foram primordialmente direcionadas para a estabilidade de preços. (GIAMBIAGI e CARVALHO, 2002, p.31). O estabelecimento de uma meta de

²⁴A liberalização financeira internacional com o regime de câmbio flutuante é a principal fortaleza do tripé monetarista. Acredita-se que se os capitais estão livres para se movimentar e o câmbio para flutuar e o governo não gera suficientes superávits primários fiscais para sinalizar que tem capacidade de honrar suas dívidas e nem maneja a taxa de juros para conter a inflação, ele será punido pelo mercado financeiro doméstico e internacional com uma crise cambial. (SICSÚ, 2004).

Superávit Fiscal a ser perseguida pelas autoridades fiscais, para a atração de investimentos, segundo Delfim e Giambiagi (2005, p.89), tinha por objetivo o aumento da eficiência de um estado endividado que se apropriava de parcela da poupança privada e se beneficiava da redução dos juros para alavancar seu crescimento.

No entanto, apesar dos benefícios provenientes do maior controle orçamentário, segundo Sicsú (2002, p.1), a meta de superávit retira do governo um instrumento importante de intervenção econômica, com suas políticas ativas, especialmente, em períodos em que precisa atuar de forma contracíclica. Com suas despesas controladas, o governo fica de mãos atadas se tiver que intervir na economia, com o objetivo de estimular o crescimento econômico, em um possível cenário de pessimismo nas expectativas privadas que iniba a produção e os investimentos. Nesse momento, a atuação do governo é importante para fazer voltar a confiança dos agentes na economia, dando o primeiro passo na retomada do crescimento.

Além disso, a taxa de juros como instrumento de política monetária, passou a receber do governo muitas funcionalidades, como reduzir a demanda agregada quando se supõe que seu nível está alto pressionando a inflação, limitar a desvalorização da taxa de câmbio para impedir a ocorrência da inflação de custos, atrair capitais externos para financiar o balanço de pagamentos, induzir os investidores internos a comprar títulos para financiar o déficit público e reduzir o déficit comercial via controle da demanda interna. E isso na prática não é viável, devido ao comportamento e a demanda diferenciados dessas variáveis em relação à taxa de juros. Não sendo possível conciliar a demanda de uma alta taxa de juros necessária para atrair capitais externos, com a redução da taxa de juros para limitar a oscilação do câmbio e reduzir a dívida pública, por exemplo. (OREIRO *et alli* 2003, p.122-123).

Um outro ponto importante com relação à consistência do regime de metas, de acordo com Bresser-Pereira e Nakano (2002, p.146), é o alcance do desenvolvimento econômico que requer a implantação de políticas de remoção das restrições impostas pelo setor externo e pelo déficit fiscal e o ajuste estrutural para a remoção da tendência a semi-estagnação presentes na economia brasileira, exigindo mais do que uma política de estabilização de preços, apesar da sua importância no processo.

O equilíbrio macroeconômico não é garantido apenas pelas políticas econômicas tradicionais. Só uma política comercial e industrial visando aumento de competitividade internacional do país permitirá o efetivo equilíbrio macroeconômico e o desenvolvimento econômico. (BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2002, p.158).

Neste caso, o regime de metas de inflação reduz a inflação, os gastos públicos excessivos e aumenta a transparência das medidas de política monetária, mas se não for bem controlado, pode resultar em contração da economia, sem alcançar o sucesso da desinflação, prejudicando o crescimento. Por isso, devem ser consideradas outras políticas econômicas ativas, para atuarem juntamente com a política monetária e fiscal. (CARVALHO, 2004, p.330).

Assim sendo, a política macroeconômica deve combinar taxa de juros, taxa de cambio e responsabilidade com políticas comerciais e industriais ativas. É importante que se reduza a taxa de juros para que se possam auferir maiores ganhos com a taxa de câmbio flutuante e para que seja possível o alcance de outros objetivos além da estabilidade monetária, tornando os investimentos produtivos mais atrativos e lucrativos com acesso a financiamentos com maiores prazos. (BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2002, p.157, SICSÚ, 2002; MOOSA, 1997, p.656).

A estabilidade de preços deve ser acompanhada pela também estabilidade do produto e para isso é muito importante que haja comunicação entre os agentes econômicos em todas as esferas de mercado. Todos devem buscar o mesmo objetivo, sem tomar iniciativas contraditórias.

Quando se tenta combater a inflação via taxa de juros, pressupõe-se a existência de um alto índice de utilização da capacidade²⁵ produtiva existente, o que não condiz com a realidade da economia brasileira. (CARVALHO, 2003, p.1). Muito pelo contrário, suas baixas taxas de crescimento nos últimos anos têm sido causadas em parte pela insuficiência de demanda agregada que não consegue garantir uma alta utilização dessa capacidade produtiva industrial.

A existência de ociosidade está, no entanto, longe de significar que não sejam possíveis elevações de preços relacionadas. Muito pelo contrário, essas elevações são possíveis, mas ocorrem com a recuperação do ritmo de crescimento da economia que permite às empresas repor suas margens de lucro comprimidas em períodos de baixo desempenho da atividade econômica.

²⁵ Apesar de não ser considerado adequado se estabelecer limites quantitativos em economia, é possível sugerir que um setor somente poderia ter uma política de preços de ganhos de margens quando o seu nível de utilização da capacidade instalada ocupasse mais que um terço de sua capacidade ociosa média. No Brasil, por exemplo, o setor de papel e papelão tem uma utilização da capacidade instalada de 88,86% na média histórica. Neste caso, no período de 1970-2002, o sua média de capacidade ociosa era de 11,14% e por isso, somente a utilização da capacidade instalada acima de 92,57% permite a prática de uma política de aumento da margem de lucro. (CARVALHO, 2003, p. 35).

No Brasil, o regime de metas teve dificuldade na execução das políticas fiscal e cambial, com a sua elevada taxa de juros, aumentando os empréstimos, as transferências, os pagamentos financeiros da dívida pública e o crescimento do seu estoque, devido à existência considerável de títulos pós-fixados à taxa de juros e ao câmbio, apesar de parte desses títulos ter sido substituída por títulos indexados a taxa de inflação. A política monetária teve dificuldades frente a essas restrições, que refletiram em seu desempenho e comprometeram o alcance da metas. (OREIRO *et alli*, 2003b).

Esperava-se que o regime de câmbio flutuante contribuísse para a superação da vulnerabilidade externa brasileira e resultasse em efeitos estabilizadores para o Balanço de Pagamentos. No entanto, na prática isso não foi verificado e o país vivenciou uma considerável instabilidade macroeconômica em 2001 e 2002 com saída em massa de capitais externos e aumento nos movimentos especulativos no mercado cambial, refletindo em baixo crescimento econômico e aceleração da taxa de inflação. (OREIRO *et alli* 2003a, p.87-89).

Nos países em desenvolvimento, como o Brasil, a adoção do regime de metas de inflação aumentou a vulnerabilidade externa devido ao movimento intenso de capitais e a incerteza para os investidores. (FREITAS, 2006, p. 285; PRATES, 2002). Isso porque esses capitais são atraídos pela elevação dos juros e são na maioria especulativos, podendo sair do país a qualquer sinal de crise de confiança ou rumor de mudanças que possam afetar seus rendimentos e expectativas iniciais.

Muitas vezes, países com pequenos déficits em transações correntes considerados solventes do ponto de vista externo, podem sofrer com a reversão súbita de seus capitais causada apenas por rumores que alterem as expectativas dos investidores. Essa mudança de expectativas pode ser induzida por eventos não fundamentais (*sunspots*), como contágio e manada, sendo ainda maior nos países emergentes com mercado de capitais pequeno com relação ao fluxo de capitais de curto prazo que apreciam a sua taxa de câmbio real e subordina as políticas do banco central às políticas dos países dominantes. (OREIRO *et alli* 2003a, p.69).

Por isso, as medidas de controle permanente para os movimentos de capitais acompanhadas por ajustes nas políticas macroeconômicas e fortalecimento do mercado financeiro contribuem para melhores resultados no lado real e financeiro da economia. Elas conseguem direcionar a economia a um melhor funcionamento do mercado de capitais, taxas de juros e inflação, obtendo patamares menores e resultados que reduzam as perdas no mercado de trabalho

em termos de emprego e de salários reais. (OREIRO *et alli* 2003a, p.69). Os controles de capitais na entrada impedem o ingresso de capitais de curto prazo provenientes de uma conjuntura de retomada do crescimento econômico e de maior liquidez e estabilidade no cenário internacional, tentando atrair outros capitais com prazos maiores. (OREIRO *et alli*, 2003b, p.127).

No entanto, apesar da necessidade de seleção dos tipos de capitais que se movimentam no país, vale considerar a dificuldade que as economias emergentes enfrentam naturalmente por não possuírem moedas conversíveis²⁶ na implementação de suas políticas econômicas, que perdem autonomia e se subordinam a interesses especulativos que divergem dos interesses reais de prosperidade de um país.

A fixação da taxa de juros doméstica é um ponto importante dentro das dificuldades enfrentadas por esses países, pois se são fixadas abaixo do nível determinado no mercado internacional, incluindo prêmio de risco, podem reduzir a atração de capitais externos, bem como resultar na fuga dos já existentes na economia. No entanto, se optarem por uma elevada taxa de juros, podem obter resultados incertos sobre a estabilidade dos preços e quase certamente efeitos negativos para os trabalhadores e empresários, traduzidos em reduções de lucros e em demissões, apesar da melhoria em termos de atração de capitais externos. (FREITAS, 2006, p. 286; OREIRO *et alli* 2003a, p.67).

A atração de capitais é importante no financiamento da economia, desde que seja acompanhada e selecione os tipos de capitais menos voláteis e mais benéficos para a economia como um todo, impedindo a entrada daqueles que possam desequilibrar o seu funcionamento. Capitais de longo prazo são sempre melhores e mais saudáveis do que os especulativos de curto prazo e podem atenuar a escassez do país desse tipo de capital.

Além do controle sobre o movimento de capitais, o Banco Central precisa ter uma postura que não seja apenas compatível com um combate exclusivo à inflação, em detrimento de outros objetivos como minimizar a variação do produto. Não se pode negar que a adoção do regime de metas pelo Brasil, em 1999, reduziu a inflação, mas sem alcançar o mesmo sucesso no crescimento econômico, elevação da produção e nos investimentos produtivos, assim como o

²⁶Ao contrário dos países centrais, os países em desenvolvimento não são, de forma geral, capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda. Essa não-conversibilidade se manifesta principalmente no que se refere à função de reserva de valor representada nos diferentes prêmios de riscos atribuídos às moedas, decorrentes da regra de formação das taxas de juros no sistema monetário e financeiro internacional desfavorável para os países não-emissores da divisa – chave. (PRATES, 2002, p.153).

ocorrido também em outros países emergente. E isso provavelmente ocorreu devido a sua rigidez na duração e no limite relacionado à variação da taxa de câmbio e dos juros.

O controle da dívida pública brasileira não deixa de ser importante para recuperar a utilização do instrumento de política fiscal com estabilidade de preços, transmitindo segurança aos investidores e estimulando decisões de investimentos interna e em capital fixo, além de atrair investimentos diretos do exterior. No entanto, apesar de o controle ser importante, a sustentabilidade da dívida pública por si só não significa crescimento da economia, pois para isso, é necessário uma reestruturação bem mais ampla, incluindo a política tributária e fiscal e investimentos bem estruturados. É importante que se restabeleça as condições estruturais em termos de financiamento, investimentos, expectativas e infra-estrutura.

Em um ambiente de incertezas é importante que o governo atue através de políticas macroeconômicas, estimulando as expectativas de lucros empresariais, criando um ambiente mais seguro para os investimentos em capital fixo e não apenas indicando que honrará seus compromissos financeiros. Ao investir, o governo estimula a demanda agregada, reduz as incertezas de realização de lucros e torna as expectativas do setor privado positivas, complementando e não concorrendo ou substituindo os investimentos privados. (OREIRO *et alli*, 2003b, p.132).

Se houver na economia o processo de *crowding-out* dos investimentos privados e reduzir a capacidade de crescimento e produtividade, com a continuidade do crescimento da demanda, poderá haver inflação. Mas será uma inflação causada essencialmente pela atividade governamental, que não necessariamente tem relação com o déficit em si, já que pode ocorrer independente da presença de déficit.

Segundo Arestis *et alli* (2008, p.12), muitos países que não adotaram o regime de metas de inflação tiveram sua elevação de preços igualmente combatida, como os países que o adotaram. E não há evidências de que os países que adotaram o regime tiveram um melhor desempenho do que os demais, com relação à variação do produto. A China, a Malásia e a Índia, por exemplo, tiveram as melhores taxas de crescimento do produto nos últimos anos e não adotaram o regime. “Não há evidências de que o regime de metas melhore o desempenho nas economias”.

No Brasil, a taxa de câmbio explica uma grande parte da variação da taxa SELIC, chegando a uma participação maior do que 50%, que adicionada às altas taxas de juros podem

causar serias restrições econômicas, especialmente em relação às expectativas dos empresários com relação ao futuro. Com isso, os investimentos produtivos podem deixar de ser tão atrativos quanto os financeiros, resultando em adiamentos e até mesmo cancelamentos de investimentos e produção já planejados.

Outra questão a ser analisada é o fato de que altas taxas de juros ao atraírem capitais externos para o equilíbrio do balanço de pagamentos, em um cenário de elevada liquidez internacional, contribuem para as metas da política monetária. A taxa de câmbio se aprecia e reduz os preços dos produtos importados e podem também prejudicar a indústria nacional em alguns setores e tornar a economia dependente do mercado externo.

Por isso que uma política focada apenas na redução de preços, pode não ser ideal para qualquer economia, precisando ser adaptada as peculiaridades do país, no qual será adotada. É preciso haver uma mudança na combinação superávit primário/taxa real de juros/crescimento econômico para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB de forma sustentável, devolvendo ao governo a capacidade de realizar políticas fiscais ativas. Os déficits não podem estar em níveis críticos (acima de 2% do PIB) e devem ser financiados preponderantemente por capitais de longo prazo ao mesmo tempo em que a taxa de juros não deve ser tão alta a ponto de comprometer a solvência das dívidas públicas e privadas, além dos novos investimentos. (OREIRO *et alli* 2003b, p.125).

O regime de metas foi adotado no Brasil, em um período crítico em termos de inflação no país, substituindo a política vigente que se tornava insustentável em um cenário de crises financeiras mundiais. No entanto, apesar de combater a inflação, é importante que se deixe claro, seus principais pontos fracos, especialmente, em relação ao ponto de vista pós-keynesiano.

Em um artigo publicado na revista “Carta Capital” de 21 de Janeiro de 2009, João Sicsú resumiu bem os sete pecados capitais do regime, elencando seus principais pontos de atenção, em uma visão pós-keynesiana.

Segundo o autor, o regime de metas não condiz com a realidade e não é compatível com a elevação dos investimentos produtivos e redução do desemprego, como não o foi no período analisado neste trabalho, de 1999 a 2006. De acordo com as premissas do regime, uma política monetária com baixa taxa de juros só aumentará os investimentos no curto prazo, enquanto que elevará a inflação permanentemente. Assim, a política monetária não deve ser utilizada para promover o crescimento econômico, apenas combater a inflação.

A segunda crítica se relaciona com a meta exclusiva para a inflação, cujo combate será feito exclusivamente através da taxa de juros, independente da causa original, desconsiderando as peculiaridades que podem existir nos diversos tipos de inflação. A terceira crítica se baseia no fato de que a política monetária atua isoladamente do governo e da sociedade, ao passo que o governo não pode se exceder e intervir na economia e a única preocupação que se acredita que a sociedade possa ter se relaciona aos níveis de preços, desconsiderando-se inclusive o aumento do desemprego e a queda nos rendimentos reais. A sociedade e os governantes ainda são considerados tomadores de decisões que tendem a inflacionar a economia, contrariando os interesses da política monetária, por isso também o isolamento.

A quarta crítica é dirigida as elevadas taxas de juros rígidas que demoram para cair, fazendo com que toda redução seja extremamente lenta e cautelosa, independente do impacto negativo que possa estar causando. A crítica seguinte é com relação ao fato de que as expectativas de inflação utilizadas para a estimativa do ano seguinte para a definição da taxa de juros a ser utilizada, são feitas com base em previsões do mercado financeiro.

A Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores no Brasil (GERIN) é a pesquisa do BACEN que avalia as expectativas de mercado iniciada em 1999. Sua crítica mais importante é a de que a amostra de agentes econômicos que participam dessa pesquisa é formada em sua maioria por especialistas do setor financeiro. Do total de 104 instituições, 84 (81%) são do setor financeiro (52 são bancos, 23 administradores de recursos e 9 corretoras e distribuidoras), 14 são consultorias e apenas 6 são empresas não financeiras e entidades de classe. Essa discrepância é justificada, alegando-se que as instituições financeiras são as mais aptas para discutir projeções macroeconômicas, fundamentais em um ambiente de alta volatilidade. Além disso, é comum encontrar ex-executivos do BACEN que se tornam diretores de grandes instituições financeiras.

A sexta crítica é com relação à excessiva abertura financeira existente nas economias que adotam o regime e se tornam subordinadas aos interesses do mercado financeiro internacional, direcionando a taxa de juros a patamares elevadíssimos para atrair capitais externos. E a última crítica diz respeito às decisões que são tomadas com base em comportamentos passados, através de modelos econométricos, com foco na inflação, considerada o único mal possível, maior até mesmo que o desaquecimento econômico e o desemprego.

Enfim, o regime de metas no Brasil reduziu a inflação, mas desconsiderou pontos e gargalos da economia brasileira que demandavam atenção e não foram contemplados em seu plano de ação. Por isso, não se pode esquecer de que existem alternativas de políticas econômicas com foco mais desenvolvimentista que não são unicistas em seus objetivos e nem em seus instrumentos, tornando possível um combate a inflação mais amplo atuando em suas causas principais e não apenas em seus efeitos. Sem esquecer de que a sociedade precisa e demanda bem mais do que uma inflação baixa. Não adianta uma inflação baixa, em uma economia desaquecida que reduz suas contratações, aumenta o desemprego e reduz os rendimentos reais dos trabalhadores.

CAPÍTULO 3 ANÁLISE DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Este capítulo teve por objetivo analisar os indicadores econômicos resultantes da implantação do Regime de Metas no Brasil no período de 1999 a 2006, identificando suas premissas e principais características e comparando-as com a visão de política econômica pós-keynesiana.

Foram analisadas as políticas econômicas do Regime de Metas de Inflação isoladamente, bem como as suas interações, e os resultados que tiveram em termos de crescimento econômico e combate a inflação, mesmo sabendo que o objetivo do Regime de Metas abrangia apenas o combate a inflação. Isso porque se acredita que a coordenação entre as políticas econômicas pode ser benéfica ao crescimento econômico e não apenas ao combate a inflação.

De acordo com os princípios pós-keynesianos, os efeitos da política monetária expansionista são duradouros e atingem o lado real da economia, não se restringindo ao curto prazo e simplesmente a elevações de preços, conformem acreditam os monetaristas.

Do mesmo modo que políticas monetárias interagindo com outras políticas econômicas de maneira restritiva podem prejudicar o desempenho da economia como um todo, afetando negativamente suas variáveis reais como nível de emprego, salários, rendimentos, investimentos e produção. Ao mesmo tempo em que impede o governo de estimular a economia, através de políticas públicas, já que se encontra de mãos atadas, com metas de superávits fiscais fundamentadas em elevação da receita e cortes nas despesas.

Abaixo, seguem consolidadas as evoluções das metas de inflação e IPCA e da Taxa de Juros SELIC, como importantes indicadores de acompanhamento do Regime de Metas de Inflação no período analisado.

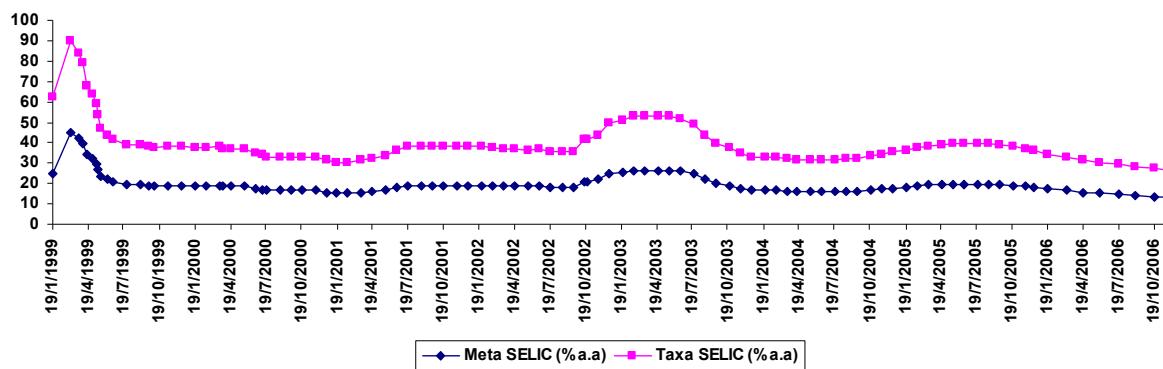
Data início	Data Final	Meta SELIC (% a.a)	Taxa SELIC (% a.a)
19/1/1999	4/3/1999	25	37,34
5/3/1999	24/3/1999	45	44,95
25/3/1999	5/4/1999	42	41,96
6/4/1999	14/4/1999	39,5	39,42
15/4/1999	28/4/1999	34	33,92
29/4/1999	7/5/1999	32	31,91
10/5/1999	12/5/1999	29,5	29,53
13/5/1999	19/5/1999	27	26,96
20/5/1999	8/6/1999	23,5	23,36
9/6/1999	23/6/1999	22	21,92
24/6/1999	28/7/1999	21	20,88
29/7/1999	1/9/1999	19,5	19,51
2/9/1999	22/9/1999	19,5	19,52
23/9/1999	6/10/1999	19	19,01
7/10/1999	10/11/1999	19	18,87
11/11/1999	15/12/1999	19	18,99
16/12/1999	19/1/2000	19	19
20/1/2000	16/2/2000	19	18,87
17/2/2000	22/3/2000	19	18,88
23/3/2000	28/3/2000	19	18,94
29/3/2000	19/4/2000	18,5	18,6
20/4/2000	24/5/2000	18,5	18,55
25/5/2000	20/6/2000	18,5	18,39
21/6/2000	7/7/2000	17,5	17,34
10/7/2000	19/7/2000	17	16,96
20/7/2000	23/8/2000	16,5	16,51
24/8/2000	20/9/2000	16,5	16,54
21/9/2000	18/10/2000	16,5	16,6
19/10/2000	22/11/2000	16,5	16,56
23/11/2000	20/12/2000	16,5	16,38
21/12/2000	17/1/2001	15,75	15,76
18/1/2001	14/2/2001	15,25	15,19
15/2/2001	21/3/2001	15,25	15,2
22/3/2001	18/4/2001	15,75	15,84
19/4/2001	23/5/2001	16,25	16,3
24/5/2001	20/6/2001	16,75	16,76
21/6/2001	18/7/2001	18,25	18,31
19/7/2001	22/8/2001	19	18,96
23/8/2001	19/9/2001	19	19,04
20/9/2001	17/10/2001	19	19,07
18/10/2001	21/11/2001	19	19,05
22/11/2001	19/12/2001	19	19,05
20/12/2001	23/1/2002	19	19,05
24/1/2002	20/2/2002	19	19,05
21/2/2002	20/3/2002	18,75	18,8

Data início	Data Final	Meta SELIC (% a.a)	Taxa SELIC (% a.a)
21/3/2002	17/4/2002	18,5	18,45
18/4/2002	22/5/2002	18,5	18,35
23/5/2002	19/6/2002	18,5	18,07
20/6/2002	17/7/2002	18,5	18,4
18/7/2002	21/8/2002	18	17,86
22/8/2002	18/9/2002	18	17,87
19/9/2002	14/10/2002	18	17,9
15/10/2002	23/10/2002	21	20,9
24/10/2002	20/11/2002	21	20,9
21/11/2002	18/12/2002	22	21,9
19/12/2002	22/1/2003	25	24,9
23/1/2003	19/2/2003	25,5	25,36
20/2/2003	19/3/2003	26,5	26,3
20/3/2003	23/4/2003	26,5	26,32
24/4/2003	21/5/2003	26,5	26,32
22/5/2003	18/6/2003	26,5	26,27
19/6/2003	23/7/2003	26	25,74
24/7/2003	20/8/2003	24,5	24,32
21/8/2003	17/9/2003	22	21,84
18/9/2003	22/10/2003	20	19,84
23/10/2003	19/11/2003	19	18,84
20/11/2003	17/12/2003	17,5	17,32
18/12/2003	21/1/2004	16,5	16,32
22/1/2004	18/2/2004	16,5	16,3
19/2/2004	17/3/2004	16,5	16,28
18/3/2004	14/4/2004	16,25	16,09
15/4/2004	19/5/2004	16	15,8
20/5/2004	16/6/2004	16	15,79
17/6/2004	21/7/2004	16	15,79
22/7/2004	18/8/2004	16	15,83
19/8/2004	15/9/2004	16	15,9
16/9/2004	20/10/2004	16,25	16,23
21/10/2004	17/11/2004	16,75	16,71
18/11/2004	15/12/2004	17,25	17,23
16/12/2004	19/1/2005	17,75	17,74
20/1/2005	16/2/2005	18,25	18,25
17/2/2005	16/3/2005	18,75	18,75
17/3/2005	21/4/2005	19,25	19,24
22/4/2005	18/5/2005	19,5	19,51
19/5/2005	15/6/2005	19,75	19,75
16/6/2005	20/7/2005	19,75	19,73
21/7/2005	17/8/2005	19,75	19,75
18/8/2005	14/9/2005	19,75	19,74
15/9/2005	19/10/2005	19,5	19,48
20/10/2005	23/11/2005	19	18,98

Data início	Data Final	Meta SELIC (% a.a)	Taxa SELIC (% a.a)
21/3/2002	17/4/2002	18,5	18,45
18/4/2002	22/5/2002	18,5	18,35
23/5/2002	19/6/2002	18,5	18,07
20/6/2002	17/7/2002	18,5	18,4
18/7/2002	21/8/2002	18	17,86
22/8/2002	18/9/2002	18	17,87
19/9/2002	14/10/2002	18	17,9
15/10/2002	23/10/2002	21	20,9
24/10/2002	20/11/2002	21	20,9
21/11/2002	18/12/2002	22	21,9
19/12/2002	22/1/2003	25	24,9
23/1/2003	19/2/2003	25,5	25,36
20/2/2003	19/3/2003	26,5	26,3
20/3/2003	23/4/2003	26,5	26,32
24/4/2003	21/5/2003	26,5	26,32
22/5/2003	18/6/2003	26,5	26,27
19/6/2003	23/7/2003	26	25,74
24/7/2003	20/8/2003	24,5	24,32
21/8/2003	17/9/2003	22	21,84
18/9/2003	22/10/2003	20	19,84
23/10/2003	19/11/2003	19	18,84
20/11/2003	17/12/2003	17,5	17,32
18/12/2003	21/1/2004	16,5	16,32
22/1/2004	18/2/2004	16,5	16,3
19/2/2004	17/3/2004	16,5	16,28
18/3/2004	14/4/2004	16,25	16,09
15/4/2004	19/5/2004	16	15,8
20/5/2004	16/6/2004	16	15,79
17/6/2004	21/7/2004	16	15,79
22/7/2004	18/8/2004	16	15,83
19/8/2004	15/9/2004	16	15,9
16/9/2004	20/10/2004	16,25	16,23
21/10/2004	17/11/2004	16,75	16,71
18/11/2004	15/12/2004	17,25	17,23
16/12/2004	19/1/2005	17,75	17,74
20/1/2005	16/2/2005	18,25	18,25
17/2/2005	16/3/2005	18,75	18,75
17/3/2005	21/4/2005	19,25	19,24
22/4/2005	18/5/2005	19,5	19,51
19/5/2005	15/6/2005	19,75	19,75
16/6/2005	20/7/2005	19,75	19,73
21/7/2005	17/8/2005	19,75	19,75
18/8/2005	14/9/2005	19,75	19,74
15/9/2005	19/10/2005	19,5	19,48
20/10/2005	23/11/2005	19	18,98

Data início	Data Final	Meta SELIC (% a.a)	Taxa SELIC (% a.a)
24/11/2005	14/12/2005	18,5	18,49
15/12/2005	18/1/2006	18	18
19/1/2006	8/3/2006	17,25	17,26
9/3/2006	19/4/2006	16,5	16,5
20/4/2006	31/5/2006	15,75	15,72
1/6/2006	19/7/2006	15,25	15,18
20/7/2006	30/8/2006	14,75	14,67
31/8/2006	18/10/2006	14,25	14,17
19/10/2006	29/11/2006	13,75	13,67
30/11/2006	24/1/2007	13,25	13,19

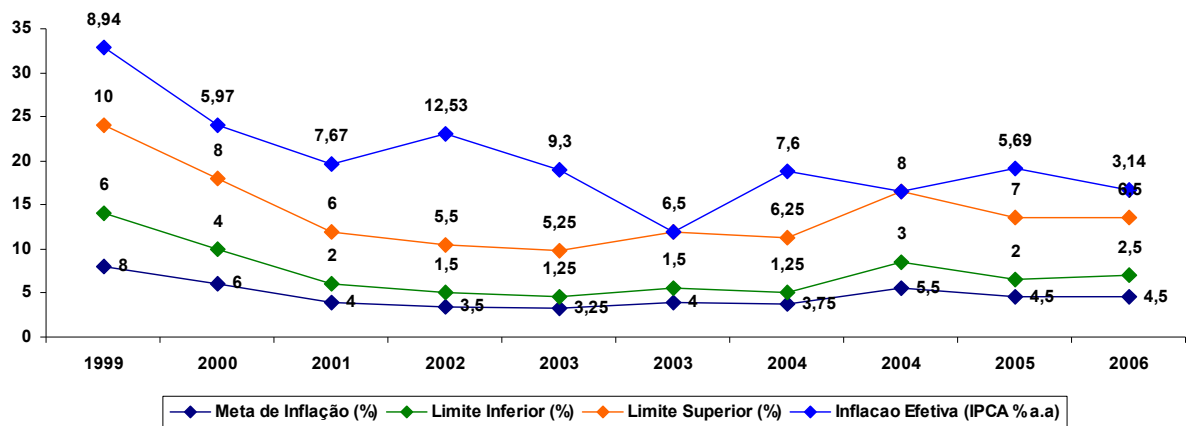
Fonte: BACEN



Fonte: BACEN

Ano	Meta de Inflação (%)	Banda (p.p)	Limite Inferior (%)	Limite Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a)
1999	8	2	6	10	8,94
2000	6	2	4	8	5,97
2001	4	2	2	6	7,67
2002	3,5	2	1,5	5,5	12,53
2003	3,25	2	1,25	5,25	9,3
	4	2,5	1,5	6,5	
2004	3,75	2,5	1,25	6,25	7,6
	5,5	2,5	3	8	
2005	4,5	2,5	2	7	5,69
2006	4,5	2	2,5	6,5	3,14

Fonte: BACEN



Fonte: BACEN

3.1 Relatório de inflação – Ano 1999

A política monetária adotada em 1999, já com a adoção do Regime de Metas de Inflação teve como principal instrumento de controle, a taxa de juros, e como principal objetivo, o combate a inflação. A autoridade Monetária passou a controlar diretamente a taxa SELIC, fixando uma meta e não mais uma banda de flutuação. As demais políticas macroeconômicas foram direcionadas para dar suporte, adotando-se medidas específicas e coordenadas.

Em 1999, como parte da política monetária restritiva adotada, houve aumento das taxas de compulsório e redesconto, com instituição da alíquota adicional do IOF nas operações financeiras, elevação da alíquota do COFINS de 2 para 3% e a extensão da sua cobrança para as instituições financeiras, além do recolhimento adicional de impostos de renda em função das declarações de ajuste. Tudo com a função de controlar a demanda que pudesse pressionar os preços.

Já como medida de controle do crédito e da liquidez da economia, a concessão tornou-se mais rígida e limitada, atingindo principalmente a indústria e o comércio, sendo beneficiada pela elevação dos juros. As instituições financeiras ficaram mais conservadoras e as aplicações do sistema bancário se concentraram em operações de tesouraria, com redução da poupança financeira do setor não financeiro. Os principais afetados por essa seletividade e restrição foram as empresas do setor produtivo, impactando na redução das importações de bens de capital, por falta de financiamento.

Na política fiscal, a elevação da taxa de juros e das incertezas fizeram com que o Tesouro Nacional passasse a emitir os títulos indexados a taxa SELIC, com prazo médio de 1 ano, alongando o perfil da dívida pública. Ao longo do ano, houve crescimento das transferências de recursos da União para Estados e Municípios e das contratações de empréstimos por parte do governo federal, devido às correções cambiais dos contratos e liquidação de parcelas da dívida de empresas estatais.

O Programa de Estabilidade Fiscal também estabeleceu metas de superávit primário de acordo com o FMI e tinha como um dos principais objetivos, a reversão das expectativas negativas dos agentes econômicos em relação ao futuro da economia, possibilitando maior segurança nos planejamentos de longo prazo. Com relação ao corte de despesas, as principais

medidas foram a suspensão de concursos públicos, nomeações e correções salariais, além do estabelecimento da Lei de Responsabilidade Fiscal.

No aumento das receitas, houve o lançamento de títulos prefixados de Longo Prazo com ofertas competitivas de opção de venda e compromisso de recompra, redução dos números de vencimentos dos títulos federais para aumentar a liquidez e divulgação prévia, pelo TN, de cronograma de emissões de títulos em oferta pública. Também foram ampliados os prazos dos títulos prefixados para aumentar a duração média da dívida mobiliária federal, como por exemplo, os prazos da LTN que aumentaram de 3 para até 7 meses.

O aumento da prefixação da dívida pública elevou a sua duração e reforçou o mecanismo de transmissão da política monetária, pelo canal renda, além de reduzir o custo e a volatilidade da dívida pública.

3.1.1 Política Monetária

A aceleração inflacionária de 1999 foi causada pelo impacto da desvalorização cambial, pelo aumento dos preços dos combustíveis, do reajuste das tarifas públicas e do encarecimento dos produtos agrícolas e dos medicamentos. Houve redução da oferta agrícola por causa da entressafra e aumento das exportações com baixo nível de estoque dos produtos. (BACEN, 99, P.75).

Em 12 meses, as taxas de variação do IGP-10, IGP-M e IGP-DI acumularam variações de 17,2%, 18,5% e 19,7%, respectivamente. Já os índices de preços ao consumidor registraram desaceleração devido ao fim dos efeitos dos reajustes dos combustíveis e das tarifas públicas, acumulando em 12 meses 8,6% para o IPCA e 8% para o IPC.

A divergência de comportamento entre os índices de preços pode ser explicada pelo fato de que a cesta de mercadorias que representa os preços por atacados é composta por itens comercializáveis com o exterior susceptíveis aos choques exógenos de preços e aos efeitos da variação cambial. E esses produtos estão em menores quantidades na cesta de bens que representam o índice de preços ao consumidor, com participação de apenas (44%), enquanto os

bens e serviços não-comercializáveis possuem participação de (31,8%), e os alimentos in natura e serviços e administrados²⁷ (24,2%). (BACEN, 99, P.78).

Dentro da análise do IPCA estavam os preços administrados que apresentaram trajetória ascendente durante o ano e que englobavam empresas que foram privatizadas, como as de energia elétrica e telefonia. Os reajustes desses serviços costumam ser bem acima da inflação por obedecerem a cláusulas contratuais em vez das condições de oferta e demanda, e por isso acabaram elevando a inflação do IPCA para 8,29%.

3.1.2 Política Fiscal

O governo Central apresentou resultado de superávit primário acumulado de R\$ 1,3 bi, com superávit nas contas do Tesouro Nacional e déficit nas contas da Previdência Social e do Banco Central. Como proporção do PIB, o superávit do Governo Central elevou-se de 0,65% em 1998 para 2,8% em igual período de 1999. Houve aumento na arrecadação de tributos federais de 9,7%, com destaque para o COFINS, o IOF, a contribuição para o PIS/PASEP, o imposto de importação e o imposto de renda. Em sentido contrário, houve queda nas arrecadações do imposto sobre produtos industrializados (IPI), da contribuição social sobre o lucro e da CPMF, provavelmente relacionadas ao desaquecimento na atividade econômica no ano, como resultado da política monetária restritiva.

O desempenho fiscal superou o acordado com o FMI para o período, com redução de 1,9% em relação ao PIB da dívida fiscal líquida²⁸, desconsiderando-se o impacto da desvalorização cambial sobre a dívida mobiliária indexada a taxa de câmbio.

²⁷ Os pesos dos itens administrados, que se constituem em bens e serviços cujos preços são regulamentados, direta ou indiretamente, pelos governos federal, estadual ou municipal, têm participação de aproximadamente 20% nos índices de preços ao consumidor. Assim, no caso dos índices do IBGE essa participação atingiu cerca de 40%, enquanto no IPC-Fipe, aproximou-se de 50%.

²⁸ O conceito de dívida líquida fiscal revela o efeito das necessidades de financiamento sobre o estoque da dívida, já que exclui o efeito dos ajustes patrimoniais.

3.1.3 Política Cambial

No que tange a política cambial, os resultados obtidos com a flexibilização cambial incluíram a redução no déficit em transações correntes de US\$ 10,9 bi para US\$9,4bi e nas remessas líquidas para pagamentos de serviços, exceto juros. Mas o ano foi marcado por fraca demanda internacional e expectativas desfavoráveis em relação ao futuro da economia, com oscilações das importações e redução das exportações, mesmo com a desvalorização cambial.

No entanto, em sentido contrário, seguiram as movimentações de capitais externos que reverteram o movimento de saída das aplicações financeiras em carteira. O que já era esperado, devido a elevação da taxa de juros.

3.1.4 Investimento

Durante o ano de 1999, houve queda na demanda por investimentos para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e na produção de bens de capital e insumos de construção, além da redução dos estoques. Segundo estimativas do IPEA, a taxa de investimento foi de 19,4% do PIB comparado aos 21,6% em 1998, no mesmo período. Houve também aumento na Taxa de Juros de Longo Prazo dos empréstimos concedidos pelo governo e nos Investimentos Estrangeiros Direto Líquido em 12,1%, devido ao intenso movimento das privatizações. As privatizações se concentraram no setor de serviços (65,4%), em especial no de Telecomunicações (25%).

É possível concluir que não foi um ano bom em termos de investimentos, já que houve redução da FBCF e da produção de insumos para a construção civil, juntamente com a utilização de estoques. Isso significa que provavelmente as empresas reduziram seus dispêndios em ampliação de capacidade instalada e de produção, consumindo primeiramente seus estoques. O que não pode ser considerado um bom indicador para a economia, porque pode ser um indício de perspectivas abaladas, com relação ao desempenho da economia.

3.1.5 Oferta Agregada e Produção Industrial

A safra do ano superou a de 1998 em 9,6%, mas mesmo assim pressionou os níveis de preços, por causa do aumento das exportações estimuladas pela desvalorização do câmbio e dos baixos níveis dos estoques. (BACEN, 99, P.44).

Já a produção industrial de bens de capital apresentou queda de 2,8% e a indústria em geral, queda de 2,1%, com aumento na utilização da capacidade instalada e queda dos investimentos em FBCF. Por setor de atividade econômica, os que mais apresentaram aumento na utilização da capacidade instalada foram os de papel e celulose (90%), bens de capital (80%) e bens de consumo (78%). Mais um indicador de que as empresas permaneceram cautelosas e sem incentivos financeiros e expectacionais para investimentos em ampliação.

O endividamento total das empresas não-financeiras de capital aberto aumentou, mas com alongamento do prazo. No entanto, a relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, que indica rentabilidade do patrimônio líquido, caiu juntamente com as margens de lucro. Os setores mais afetados foram os de eletroeletrônicos, materiais de transporte e transporte aéreo.

E com relação à liquidez corrente, os melhores desempenhos foram dos setores de telecomunicações, petroquímica e alimentos, enquanto as maiores reduções foram nos segmentos de energia, cimento e mecânica.

3.1.6 Emprego e Rendimentos

No setor industrial, as demissões superaram a criação de postos de trabalho, aumentando o índice de desemprego, já que a criação de postos de trabalho não foi suficiente para absorver o crescimento da População Economicamente Ativa (PEA). (BACEN, 99, p.48). A comparação entre a média de emprego do ano anterior foi 6,63% maior do que a de 1999, revelando também a redução do número de horas trabalhadas e das vendas industriais, segundo dados da FIESP e

CNI. Além da redução do número de empregos, houve também aumento da informalização do mercado de trabalho, com aumento das contratações informais em detrimento dos formais.

Não foi só a criação de empregos que caiu, os rendimentos reais dos salários também caíram, reduzindo o poder de compra, segundo estatísticas do IBGE. Os dados indicaram queda de 0,52% nos rendimentos médios nominais e 4,62% nos reais, em relação ao ano anterior, sendo que os mais afetados foram os empregados com carteira assinada e os empregadores. Indicadores que justificam o aumento na informalização do mercado de trabalho.

3.1.7 Conclusão

Em 1999, a coordenação de políticas econômicas ocorreu, à medida que as políticas fiscal, cambial e monetária atuaram na mesma direção, com medidas austeras e focadas na estabilização em todas as esferas, pública e privada. A política fiscal tinha como objetivo o aumento das receitas públicas e a redução das despesas, para estabilizar a relação dívida/PIB e melhorar a eficiência alocativa dos recursos e custos para o setor privado, considerado mais forte e competitivo.

A busca pela meta de inflação não seria compatível com um regime de câmbio fixo e com desequilíbrios nas contas públicas. Por isso, foi preciso flexibilizar o câmbio e criar uma meta de superávit primário compatível com a política de estabilização econômica.

O regime de metas foi bem sucedido em sua atuação durante o ano na busca pelo combate a inflação, especialmente devido à difícil conjuntura da época e à insustentabilidade do regime vigente. No entanto, o desempenho não foi o mesmo em termos de crescimento econômico, resultando em redução do PIB, do emprego, especialmente o formal, no aumento do nível de utilização da capacidade ociosa, na redução dos investimentos em estoque e em FBCF, na redução da produção industrial e do lucro e liquidez das empresas.

Também não conseguiu resolver o problema da inflação dos preços administrados que não são influenciados pela elevação da taxa de juros e tem importância bastante relevante na cesta de produtos, na qual se baseia o índice de preços ao consumidor. Além disso, não conseguiu

combater de fato as causas reais da inflação brasileira não fundamentada nos conceitos do regime de metas, já que não se tratava de uma inflação de demanda.

As medidas atacaram a inflação adotando a concepção de que a elevação da taxa de juros resolveria todas as causas, desconsiderando as suas características fundamentais. Com isso, o crescimento econômico não alcançou o mesmo sucesso do controle da inflação, em um cenário já de baixo dinamismo econômico mundial.

3.2 Relatório de inflação – Ano 2000

3.2.1 Política Monetária

O mercado de crédito é considerado uma parte importante da política monetária, à medida que disponibiliza ao mercado os recursos disponíveis para os investimentos, e em 2000, com a austeridade adotada, teve sua concessão limitada, aumentando apenas para as pessoas físicas juntamente com a elevação do índice de inadimplência, especialmente nos financiamentos para aquisição de bens.

A preferência pelo segmento de pessoas física para a concessão de crédito pode ser explicada pelo maior diferencial entre as taxas ativas e passivas nesse segmento em específico, o que aumenta a rentabilidade das instituições financeiras. (BACEN, 2000, P.17).

Seguindo a cautela da autoridade monetária, como de costume no regime de metas, o BACEN reduziu a taxa de juros de maneira vagarosa, para não comprometer a inflação, sendo favorecido pelo cenário externo e pelas boas perspectivas do mercado, além da redução do preço internacional do petróleo. A taxa de juros SELIC foi reduzida para 15,75%, na reunião do dia 20 de Dezembro. (BACEN, 2000, P.21).

Com relação ao mercado de capitais, a captação e a rentabilidade de seus fundos e ações tiveram desempenho negativo no ano, continuando em situação difícil, sem muito estímulo para se desenvolver. Enquanto isso, as aplicações em fundos de investimentos elevaram-se 19% em relação ao ano anterior, apresentando-se como a aplicação mais atrativa. (BACEN, 2000, P.29).

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) apresentou tendência de queda, a partir de Agosto, influenciada pela instabilidade no cenário externo e pela inibição dos investidores estrangeiros que reduzem suas aplicações em mercados emergentes mais voláteis. O índice de Lucratividade da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) caiu 22,3%.

Com o objetivo de reduzir o custo fiscal das aplicações externas e incentivá-las, o Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizou os investidores internacionais a contratar câmbio diretamente na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), com isenção do recolhimento da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF).

As emissões de ações reduziram em 56,5% em comparação ao ano anterior, fazendo com que as empresas optassem pelo financiamento via emissão de debêntures, resultando no aumento de 23% em relação ao ano anterior. (BACEN, 2000, p.27).

Em relação aos níveis de preços, mesmo com a alta verificada em Dezembro explicada por causas sazonais, o IPCA apresentou comportamento compatível com a meta de inflação, estipulada em 6% para 2000 e melhor do que o resultado obtido em 1999. Dentro do IPCA, os preços administrados subiram em média 12%, enquanto os preços determinados pelo mercado tiveram inflação próxima de 4%, e continuaram a apresentar comportamento rígido em relação às movimentações na taxa de juros, como já era de se esperar.

3.2.2 Política Fiscal

A tendência de alongamento dos prazos dos títulos públicos federais lançados persistiu juntamente com as medidas visando garantir a liquidez dos mesmos. Esperava-se que tanto o alongamento quanto a liquidez dos títulos se transmitissem para os demais instrumentos do mercado financeiro. As medidas para garantir a liquidez eram as mesmas de 1999, como a recompra de títulos no mercado secundário, a concentração de vencimentos de títulos colocados em diferentes leilões e as vendas com compromisso de recompra de títulos prefixados, para garantir a demanda.

Em relação ao superávit primário, o resultado foi de R\$ 21,3 bilhões, representando 2,39% do PIB, frente aos 2,8% de 1999, devido à redução das receitas do Tesouro Nacional. Já a arrecadação do ano, foi impulsionada pelo desempenho da CPMF, da Contribuição sobre o Lucro das Pessoas Jurídicas (CSLL), da Contribuição Social para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e do Imposto sobre produtos industrializados (IPI), associada ao desempenho da produção industrial.

O resultado acumulado da Previdência Social foi deficitário em R\$ 6,7 bilhões, 0,9% do PIB, ante R\$ 6,6 bilhões, 0,8% do PIB, em comparação ao mesmo período de 1999. Devido à redução das taxas de juros internas e do impacto da desvalorização cambial, a apropriação de

juros nominais sobre a dívida líquida do setor público consolidado, nos primeiros dez meses de 2000, totalizou R\$ 74,2 bilhões ante R\$ 123,9 bilhões no intervalo correspondente de 1999.

Em termos nominais, a necessidade de financiamento do setor público revelou déficit de R\$ 38 bilhões, 4,1% do PIB, comparativamente a R\$ 91,9 bilhões, 12% do PIB, em igual período de 1999. P.37. Em termos líquidos, a dívida do setor público atingiu R\$557,3 bilhões, 49% do PIB, em outubro de 2000, comparativamente a R\$ 516,6 bilhões, 49,7% do PIB, em dezembro de 1999, indicando uma redução do estoque da dívida. (BACEN, 2000, p.38).

3.2.3 Política Cambial

O saldo da balança comercial, no período de Janeiro a Novembro de 2000, apresentou déficit de US\$ 436 milhões, ante US\$ 1,5 bilhão no mesmo intervalo de 1999, enquanto a corrente de comércio cresceu 14,9%, alcançando US\$ 101,3 bilhões. As exportações atingiram US\$ 50,4 bilhões, crescimento de 16,4%, e as importações, US\$ 50,9 bilhões, expandindo-se 13,5% no período, com as vendas externas de produtos manufaturados elevando-se 22%, as de produtos semimanufaturados, 8,8% e as de básicos, 8%.

As estatísticas da Fundação Centro de Estudos do Comercio Exterior (FUNCEX) mostraram que o acumulado do ano, sobre o *quantum* elevou-se 21,3% e os preços 1%.

A produção industrial cresceu no período, elevando a demanda por importações de produtos intermediários e insumos de produção e elevando as exportações de manufaturados com alto conteúdo de componentes importados em sua fabricação. As importações de produtos intermediários elevaram-se em cerca de 19%, em comparação a igual período de 1999.

No entanto, as importações de bens de capital e as de bens de consumo reduziram em 1,1% (23% no item de maquinaria industrial) e 0,4%, respectivamente. Dentro do grupo de bens de consumo, os bens de consumo não-duráveis tiveram redução de 5,6%, enquanto os bens de consumo duráveis aumentaram 6,5%, com destaque para a importação de máquinas e aparelhos de uso doméstico, móveis, objetos de adorno e uso pessoal e partes e peças para bens de consumo duráveis. (BACEN, 2000, P.42).

Apesar da melhora no comércio exterior, houve em 2000, deterioração dos termos de troca, com queda nos preços das exportações de produtos básicos e a alta nos preços de importação de combustíveis e lubrificantes, de matérias-primas e produtos intermediários e de bens de capital. As exportações e os termos de trocas ficaram bem abaixo do nível das importações, significando que em termos de preços, os produtos nacionais exportados ficaram bem abaixo das importações.

O fluxo de serviços com o exterior apresentou déficit de US\$ 741 milhões, superior ao registrado no ano anterior, com aumento de despesas em serviços não relativos a fatores de produção, em especial viagens internacionais. O déficit em transações correntes totalizou US\$ 22 bilhões entre Janeiro e Novembro de 2000, semelhante ao de 1999, mesmo período. No entanto, como proporção do PIB, o déficit reduziu-se de 4,68% para 4,15%, considerados os fluxos de 12 meses, até Novembro de 1999 e do ano corrente. (BACEN, 2000, P.44).

O IDE teve ingressos líquido de US\$ 28,3 bilhões (US\$ 21,5 bilhões excluindo os investimentos destinados as privatizações) até Novembro, suficiente para cobrir quase que totalmente o déficit em transações correntes do período de US\$ 22 bilhões, causado pelo déficit na conta de serviço e queda nos termos de troca das exportações brasileiras, frente às importações. A média mensal de US\$ 2 bilhões superou em 17,5% a media do mesmo período de 1999.

Os investimentos em carteira acumularam US\$ 2,3 bilhões de ingressos líquidos até Novembro, embora, desde Setembro, tenham apresentado saídas líquidas médias de US\$ 202 milhões mensais. Identificou-se a opção por investimentos com retorno de maior horizonte temporal, já que os investimentos em portfólio de Curto Prazo não foram uma importante fonte de financiamento do Balanço de Pagamentos e os empréstimos de médio e longo prazo apresentaram taxas de rolagem superiores as de 1999. As condições de financiamento do setor externo apresentaram uma melhora.

Com relação à dívida externa, houve uma queda em seu estoque, apesar do aumento de seu custo total, decorrente da elevação da taxa de juros dos EUA. Além disso, com a elevação do IDE, identificou-se aumento das remessas de lucros e dividendos para o exterior, especialmente nos segmentos de bens de capitais da indústria.

3.3.4 Investimento

Nos últimos 12 meses, a FBCF em relação ao PIB caiu de 19,3% em Outubro de 1999, para 18,6% em 2000, de acordo com o DEPEC, com trajetória descendente desde Julho de 1999, quando era de 20%.

Diferentemente do crescimento do segmento de capitais, a construção civil, que correspondia a 70% na FBCF, teve crescimento acumulado de 1,9%, enquanto em 1999, no mesmo período, o crescimento foi de 3,9%. Redução que pode estar relacionada à redução nos financiamentos no segmento habitacional e nas compras de materiais de construção, em 2000, desaquecidas como um todo. Não houve no segmento a mesma redução das taxas cobradas que ocorreu nas transações financeiras e no comércio, desde o segundo semestre de 1999. (BACEN, 2000, p.31).

Com relação aos empréstimos e financiamentos, houve elevação de 30,2% nos primeiros meses do ano, no fornecimento de recursos do BNDES, Finame e BNDESPar, principalmente para a agropecuária (39%), comércio e serviços (34,3%) e indústria de transformação (27,1%). Elevação que pode estar relacionada à redução dos custos dos recursos da TJLP, que declinaram de 10,25% a.a no terceiro trimestre para 9,75% a.a nos últimos 3 meses do ano.

Já o comportamento dos níveis de estoque nos segmentos da economia variou de setor para setor, aumentando, por exemplo, nos setores de vestuário e calçados e têxteis e reduzindo, nos de bebidas, materiais elétricos e veículos. Não houve um aumento generalizado na economia, que se encontrava em situação cautelosa, na qual os setores mais sensíveis a renda foram os mais impactados, com a queda dos rendimentos reais e aumento do desemprego.

3.2.5 Oferta Agregada e Produção Industrial

A produção de grãos teve expansão de 1,8% em relação à safra anterior, mas inferior a taxa esperada de 4,3% afetada pelo mal tempo e seus efeitos nas culturas de inverno e na segunda safra de milho, segundo o LSPA realizado pelo IBGE em Novembro. (BACEN, 2000, P.49).

Já na pecuária, as taxas de crescimento foram positivas, seguindo trajetória desde 1998, principalmente por causa das exportações e da produção industrial.

A produção industrial aumentou 6,6% com o favorecimento das exportações e da demanda interna, refletindo as condições de crédito mais favoráveis e algumas melhoras no mercado de trabalho. Não houve crescimento significativo na expansão da capacidade instalada da maioria dos setores, e o aumento das vendas internas e externas foram supridos pela elevação da utilização da capacidade instalada das empresas de 83% em Outubro de 1999 para 84,1% em 2000, sendo o segmento de bens intermediários o mais pressionado, com utilização média de 87,5%.

Em relação a utilização da capacidade instalada, dos 21 gêneros industriais analisados, 8 apresentaram nível de utilização acima da média, em alguns casos operando próximos ao limite máximo. Como exemplos, podem ser citadas as empresas de celulose, pasta mecânica (100%), metais não-ferrosos (96,7%), material eletrônico (93,7%) e produtos petroquímicos (94,2%). Enquanto isso, alguns outros setores como os das empresas de produtos farmacêuticos e veterinários, bebidas e fumo operaram abaixo da média, com 69,8%, 53,1% e 49,8%, respectivamente. Assim, a média mensal elevou-se de 67% em 1999, para 75,4% em 2000, sendo a mais alta desde 1992. (BACEN, 2000, p.54).

3.2.6 Emprego e Rendimentos

Com relação ao mercado de trabalho, as contratações aumentaram, mas continuaram insuficientes para compensar as demissões e o crescimento da População Economicamente Ativa (PEA). A expansão ocorrida foi maior no mercado de trabalho informal frente ao de carteira assinada, com aumento do número de horas trabalhadas, segundo dados da CNI e da FIESP, e perdas de rendimentos reais. As perdas de rendimentos também foram maiores entre os trabalhadores com carteira assinada e os que trabalhavam por conta própria. (BACEN, 2000, P.55).

Assim, o Custo Unitário do Trabalho (CUT) obtido pela razão entre a folha de pagamento na indústria e o valor da produção industrial apresentou trajetória de queda, ao mesmo tempo em

que a produtividade do fator trabalho aumentou. Segundo dados da CNI as vendas industriais reais cresceram 10,63% na comparação com 1999, enquanto as horas pagas na produção da indústria de transformação aumentaram 4,08%, determinando expansão de 6,29% na produtividade. A redução dos custos do fator trabalho adicionada aos ganhos de produtividade da indústria contribuíram para que não houvesse pressões de preços na economia. Observação relevante em um relatório que apresenta resultados de um regime monetário que acredita que a inflação brasileira tem causas relacionadas ao excesso de demanda. (BACEN, 2000, P.60).

Apesar do desempenho do mercado de trabalho, verificou-se uma elevação do consumo impulsionada pelas vendas de bens duráveis bastante sensíveis as condições de crédito melhores especialmente para pessoas físicas, com redução do índice de inadimplência de aproximadamente 4%. Houve aumento nas vendas a prazo no ano. Já as vendas de bens de valores menores mais influenciadas por aumento de salários e rendimentos declinaram 1% em comparação ao ano anterior.

Conclui-se com isso, que a melhora no consumo de alguns bens foi impulsionada mais pelo aumento na concessão de crédito, do que pelo aumento das contratações e dos rendimentos de salários. Situação que elevou o nível de endividamento das famílias.

3.2.7 Conclusão

A economia brasileira, em 2000 teve um crescimento baseado na expansão do volume de crédito, especialmente para financiar o consumo, beneficiado pela queda das taxas de juros média ao tomador, do alongamento dos prazos e da redução da inadimplência. O crescimento também foi favorecido pela elevação das exportações líquidas, em especial de manufaturados, melhorias nas expectativas sobre o desempenho da economia e confiança dos consumidores e recuperação dos preços agrícolas domésticos, estimulando a demanda por bens de capital e matérias-primas para a agricultura.

A demanda agregada foi impulsionada pelo aumento das exportações de manufaturados e pelo consumo de bens duráveis, sem pressionar os níveis de preços de forma comprometedora e substituindo os gastos governamentais.

No entanto, um dos indicadores mais importante para alavancar o crescimento sustentável da economia, o investimento, não teve crescimento significativo em 2000, e apesar das ampliações, grande parte da indústria nacional operou com redução cada vez maior de sua capacidade ociosa. Alguns setores operaram perto de 100% de sua capacidade.

Parte do desempenho pouco favorável do investimento esteve relacionada à estagnação do setor de construção civil que corresponde a 70% da FBCF.

A taxa de juros seguiu uma trajetória de queda, mas mesmo assim esteve o ano todo em patamares elevados, comprometendo o crédito destinado ao segmento produtivo, que já não tinha a opção do financiamento via mercado de capitais. Elevaram-se as aplicações em fundos de investimentos e algumas empresas optaram por financiamento via emissão de debêntures. O setor bancário ampliou o crédito pessoal voltado para o consumo, em detrimento do crédito para as empresas, devido à maior lucratividade entre as taxas de obtenção dos recursos e as taxas de empréstimos.

O desempenho das contas públicas e da formação do superávit primário foram satisfatórios e em linha com o estabelecido pela Lei de Responsabilidade Fiscal estabelecida pelo Regime de Metas, reduzindo os gastos públicos, para melhorar a eficiência alocativa dos recursos.

Em relação às contas externas, o país apresentou déficit em transações correntes, que foi compensado pela elevação dos Investimentos Estrangeiros, mas também teve deterioração em seus termos de troca no comércio e elevação das remessas de lucros para o exterior. As exportações de produtos básicos sofreram impacto negativo da queda de preços, com relação às importações de produtos intermediários e insumos de produção com maiores preços e conteúdo tecnológico. O aumento dos preços das importações de combustíveis e lubrificantes e bens de capital também impactaram negativamente para esse resultado.

A dívida externa caiu, mas teve seu custo elevado, com a alta da taxa básica de juros dos EUA.

Nesse cenário, apesar de resultados positivos pontuais e da estabilidade com a qual a inflação foi mantida durante o ano, a qualidade do crescimento da economia não foi a mais adequada, pois foi preponderantemente baseada no consumo de bens de consumo duráveis favorecido pelo aumento de crédito ao consumidor. Enquanto que o setor industrial elevou a utilização da capacidade instalada, sem investir em ampliação das mesmas.

Houve aumento de IDE acompanhado pela também elevação das remessas de lucros e dividendos para o exterior, em vez de reinvestimentos no país. O ambiente econômico foi marcado por uma elevada taxa de juros, prejudicial aos investimentos produtivos e benéfica aos financeiros, com contribuição considerável ao aumento dos custos da dívida externa brasileira. O crescimento do PIB foi pequeno e o aumento nas contratações foi melhor sucedido entre os empregados sem carteira assinada e com redução dos rendimentos reais dos trabalhadores. Além disso, apesar do aumento do emprego, o mesmo não foi suficiente para compensar as demissões ocorridas e o crescimento da população economicamente ativa.

Com tudo isso, identificou-se que o desempenho da economia no ano pode ser criticado do ponto de vista keynesiano, já que não foi baseado em evoluções favoráveis para variáveis essenciais, como o nível de emprego e a taxa de investimento. As coordenações existentes nas políticas econômicas não se preocuparam com o crescimento econômico, mantendo seu foco unicista na inflação, via manipulação da taxa de juros.

A meta institucional estabelecida para os níveis de preços foi alcançada, juntamente com um resultado fiscal favorável, mas resultados reais da economia não foram tão bem sucedidos.

3.3 Relatório de inflação – Ano 2001

3.3.1 Política Monetária

Durante todo o ano, a concessão de crédito foi cautelosa, aumentando apenas no final do ano, com a retomada do crescimento da atividade produtiva, que reverteu o desaquecimento iniciado em Abril. Os tomadores de crédito também foram cautelosos durante o ano, dada às incertezas do cenário econômico tanto interno como externo. A demanda por empréstimos foi mais direcionada às necessidades de recursos de curto prazo e para atender às necessidades de final de ano. As taxas de juros praticadas nas operações de crédito tiveram aumento durante o ano, decrescendo apenas, nos últimos meses.

A cautela não foi apenas dos tomadores, mas das instituições financeiras também, devido ao aumento do risco associado aos empréstimos e ao aumento da inadimplência, especialmente em operações com cheque especial e aquisição de bens. As concessões foram mais seletivas e rigorosas nas exigências de garantias adicionais. Os empréstimos do BNDES acumularam R\$ 22 bi no ano, significando uma expansão de 13,9% em relação ao ano anterior. Desse total, 52,5% foram para a indústria e 35,4% para o setor de serviços e comércio. (BACEN, 2001, P.38).

Houve redução nas operações de leasing e aumento de 1,7% nos empréstimos concedidos para pessoas jurídicas. As operações vinculadas a recursos externos, incluindo adiantamentos sobre contratos de câmbio, *export notes* e repasses externos também decresceram durante o ano, como resultado da apreciação cambial.

Os empréstimos empresariais destinaram-se principalmente às necessidades de recomposição do fluxo de caixa, para operações de capital de giro e desconto de duplicatas.

Com relação aos agregados monetários, o saldo médio mensal da base monetária permaneceu estável em 2001, elevando-se levemente a partir de Julho. Para reduzir a liquidez, a Circular 3.062 de 21.09.01 reativou os recolhimentos de compulsórios sobre recursos a prazo, elevando a alíquota de zero para 10%. Os recolhimentos foram exigidos em títulos federais, mediante vinculação ao BACEN. Também se elevou o recolhimento mínimo de compulsório

sobre os recursos a vista de 60 para 80%, que deveria ser mantido em espécie pelos bancos criadores de moeda, influenciando a administração diária das operações de tesouraria e reduzindo a margem de liquidez para retenção de moeda estrangeira no curtíssimo prazo. O CMN também reduziu os limites para exposição cambial das instituições financeiras. (BACEN, 2001, P.47).

O alongamento do prazo de vencimento da dívida mobiliária e a redução da vinculação a variações da taxa de juros foi interrompida no final do ano, apesar de os títulos pós-fixados do Tesouro Nacional e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) terem tido suas emissões suspensas somente em Outubro, como parte da estratégia de reduzir a vinculação da dívida mobiliária federal à taxa de juros e a sua variação de mercado.

As medidas adotadas pelo Banco Central, para restringir a liquidez do sistema financeiro e diminuir a exposição cambial das instituições financeiras, surtiram efeito no final do ano, revertendo o movimento.

No mercado de capitais, registrou-se uma redução na emissão de ações e notas promissórias e um aumento na emissão de debêntures. Com o aumento do custo do crédito bancário e a maior restrição a recursos externos, as empresas passaram a buscar fontes alternativas de financiamento no mercado de capitais, em debêntures, principalmente. As debêntures têm sido utilizadas, especialmente, para projetos de investimento e para a reorganização do capital e reestruturação de dívidas, substituindo as bancárias por mobiliárias, com prazos maiores. (BACEN, 2001, P.52).

Em relação às aplicações financeiras, ao longo do ano, houve redução nos recursos aplicados em cadernetas de poupança, fundos de investimentos financeiros e fundos de ações, devido à volatilidade do mercado, especialmente no segundo semestre. Os recursos migraram para aplicações diretas em títulos cambiais do governo federal.

A análise da variação da inflação através do IPCA apresentou redução, sendo impactada negativamente pela alta dos preços administrados e dos preços da alimentação e por causa da entressafra agrícola. No entanto, os aumentos dos preços administrados contribuíram com 32% da variação do IPCA, comparativamente a 60% nos meses anteriores. A variação do IPCA foi de 6,41% em 12 meses, com o núcleo de inflação, excluindo os preços administrados, registrando aumento de apenas 4,04%.

A evolução dos índices de preços em 2001 refletiu especialmente o aumento dos preços administrados e o impacto da depreciação do Real.

Em resumo, as principais causas levantadas pelo não cumprimento da meta estabelecida, foram:

- Choques internos e externos (desaceleração da economia mundial proveniente da crise da Argentina e ataques terroristas dos EUA que depreciaram o Real).
- A depreciação do Real que pressionou diretamente para cima os preços dos bens e serviços que utilizavam componentes importados em sua fabricação e indiretamente através de seu efeito sobre certos preços administrados, como combustíveis e energia. Neste caso, a parcela da inflação correspondente à depreciação foi de 20,9%.
- Reajustes dos preços administrados por contrato, principalmente as tarifas de energia elétrica. Entram na conta de preços administrados, a tarifa de eletricidade, gasolina, telefone fixo, ônibus urbano, plano de saúde, água e esgoto e gás de botijão, além dos preços controlados pelo governo. A inflação desses preços foi de 10,4%, enquanto a inflação dos preços livres foi de 6,5% e a do IPCA foi de 7,7%.

Além das causas acima, tivemos também o fato de que a inflação não era de demanda, mas com componente de custos e de oferta, adicionada à inércia inflacionária de aproximadamente 10% proveniente de anos anteriores. O repasse cambial para a inflação foi de 38%, a inflação livre foi de 28% e a de preços administrados foi de 24%.

Estimou-se que o efeito da depreciação cambial sobre a inflação em 2001 representou 2,9 p.p., a contribuição dos preços administrados foi de 1.7 p.p, e a inércia de 2000 contribuiu com 0,7 p.p. P.4. A crise de energia provocou pressão adicional sobre a taxa de câmbio, aumentando a incerteza sobre a evolução futura da economia, em um cenário já afetado pelas incertezas na economia mundial decorrente dos ataques terroristas aos EUA. (BACEN, 2001, P.5).

Na tentativa de conter a inflação, o Copom decidiu por quatro elevações da taxa SELIC, que atingiu o patamar de 19% no final do ano, elevou o percentual do compulsório sobre os depósitos a prazo e realizou intervenções no mercado cambial.

A inflação não foi contida conforme o esperado e a meta não foi cumprida. Por isso, de acordo com o decreto n. 3088 de 21/06/1999, o Presidente do Banco Central teve que encaminhar uma carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda explicando as causas do descumprimento da meta e apresentando as providências a serem tomadas com o prazo para que produzam efeitos.

3.3.2 Política Fiscal

O superávit do governo central no ano foi de R\$ 25,9 bi, sendo R\$ 4,6 bi superior ao previsto. E como proporção do PIB, o superávit totalizou 2,7%, maior do que o do ano anterior, favorecido pelo aumento da receita do Tesouro Nacional, que subiu de 16,5% para 17,6% do PIB. Os fatores que mais contribuíram para isso foram:

- A mudança na forma de tributação do setor de combustíveis e no pagamento por substituição pelo setor automotivo, aumentando a arrecadação da COFINS e do Plano de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP)
- A depreciação cambial que afetou as receitas do IR retido na Fonte (IRRF)
- O pagamento de Royalties sobre o Petróleo e participação especial (Lei 9478/1997)
- Dividendos pagos a União e as receitas e taxas parafiscais.

Também houve aumento nas transferências a estados e municípios em relação ao PIB, principalmente devido ao aumento do IR. E com relação às despesas, no acumulado, registraram-se aumentos, incluindo gastos com pessoal e encargos, custeio de capital, recursos para a saúde, subsídios à agricultura e às exportações.

A meta fiscal estabelecida com o FMI para 2001 foi superada em R\$ 4 bilhões, principalmente por causa da arrecadação dos governos, sendo observada em todas as esferas do setor público. Com isso, a necessidade de financiamento do setor público (NFSP), no conceito nominal, registrou redução, em virtude dos melhores resultados primários que absorveram parte da apropriação de juros.

No entanto, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) em relação ao PIB foi de 54,4% em comparação ao ano anterior, quando foi de 49,4%, devido à depreciação do Real e ao aumento da taxa SELIC. A elevação dos juros além de prejudicar a situação da dívida pública, ainda afetou negativamente o setor produtivo nacional. (BACEN, 2001, P.63).

3.3.3 Política Cambial

O Balanço de Pagamentos do período foi influenciado pelo desaquecimento da economia, pela depreciação do Real e pelo cenário internacional. O saldo em transações correntes mostrou a evolução favorável das exportações e importações de bens e serviços. (BACEN, 2001, P.93).

As exportações cresceram 7,3% e as importações, 4,3% em relação a 2000 e o superávit comercial teve aumento de 5,8%. A elevação das exportações foi estimulada pela depreciação cambial, superior à de 2000 e pelo desempenho de alguns produtos, como a soja e derivados, proteína animal, açúcar e derivados de petróleo. A redução das importações também foi decorrente da depreciação cambial e do desaquecimento da economia interna.

Apesar do aumento na quantidade exportada, os preços das exportações caíram muito, principalmente em relação à queda nos preços das importações, e as quantidades de manufaturados exportadas também sofreram redução. Isso resultou em deterioração nos termos de troca durante o ano. A importação de bens de capital não foi afetada por causa das reduções dos impostos de importação.

Em relação à conta de Serviços e Rendas, houve aumento de 10% em relação a 2000, devido principalmente, ao aumento das remessas líquidas para o exterior, com destaque para lucros e dividendos. Os serviços apresentaram déficit no período, e os gastos líquidos com viagens internacionais registraram redução de US\$ 394 milhões, resultado da retração nos gastos de brasileiros com viagens ao exterior e do aumento dos custos decorrentes da depreciação cambial e dos atentados aos EUA, após Setembro. (BACEN, 2001, p.100).

As remessas líquidas para o exterior aumentaram 43,2% e os pagamentos líquidos de juros cresceram 3,1%, concentrando-se em juros de títulos de renda fixa. Houve pagamentos de juros referentes a *bônus*, *notes*, *commercial papers* e empréstimos intercompanias.

Os movimentos de IDE apresentaram queda de 32,9% no ano, dadas as incertezas no cenário interno e externo.

3.3.4 Investimentos

No início do ano, observou-se um recuo das vendas do comércio varejista, até o segundo semestre, refletindo o comportamento das taxas de juros, do câmbio e da deterioração das expectativas. O declínio se acentuou com o anúncio das medidas para conter a crise energética em Junho, com recuperação das expectativas apenas em Setembro, quando novamente foi abalada com os atentados de 11 de Setembro.

Refletindo as expectativas e a elevação do desemprego e queda do rendimento médio real dos salários, a taxa líquida de inadimplência medida pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP) cresceu acentuadamente durante o ano.

Em relação aos investimentos produtivos, no primeiro trimestre, houve expansão da capacidade produtiva da economia, prosseguindo com o movimento de 2000, mas a partir de Abril, esse crescimento começou a desacelerar, devido aos acontecimentos já apresentados. Um dos segmentos mais beneficiado pela situação foi o de equipamentos geradores de energia elétrica que cresceu 48,7% e o de equipamentos para a construção, com expansão de 26,8%.

Houve queda na produção de insumos para a construção civil, sendo que apenas em Setembro a produção foi positiva. A retração foi de 1,1 % nos primeiros dez meses do ano, em comparação ao ano de 2000, que teve crescimento de 2,1%, após ter declinado 3,6% em 1999. O baixo dinamismo desse setor nos últimos anos decorreu, em parte, da queda dos investimentos públicos, bem como da restrição representada pelos altos custos dos recursos para financiar a atividade de construção residencial.

Os recursos desembolsados pelo Sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESp) – cresceram 29% em comparação a 2000. Por setor, a maior expansão ocorreu para a agropecuária, 44,5%, seguida pela indústria de transformação, 39,3%, e pelo comércio e serviços, 12,9%. Na indústria extrativa, registrou-se contração de 22%. A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo dos empréstimos concedidos pelo Sistema BNDES, passou de 9,5% a.a., no terceiro trimestre, para 10% a.a. no quarto, prejudicando as necessidades por parte das empresas.

No setor industrial, houve queda na demanda e elevação dos estoques, indicando o desaquecimento da economia frente aos acontecimentos no mercado interno e externo. A análise por setor indicou queda dos bens estocados nas indústrias de bens de capital e de consumo não-duráveis e no comércio atacadista, que compensaram os movimentos de elevação de estoques na agropecuária, nas indústrias de bens intermediários e de bens duráveis e no comércio varejista. (BACEN, 2001, p.15).

Parte desse desempenho esteve voltado ao mercado externo, tendo as exportações crescido 49,3%, frente expansão de 19,4% nas vendas totais. Os indicadores de investimentos apontam para um aumento da capacidade instalada em todos os setores da economia, exceto na indústria, na qual a ampliação foi inferior a de 2000.

Com relação à demanda interna, verificou-se trajetória ascendente em 2001, e a FBC²⁹ como percentual do PIB elevou-se de 21,3% em 2000, para 22,9% em 2001.

A queda no rendimento médio do trabalhador no ano impediu a evolução da demanda de maneira compatível com a capacidade de resposta do setor produtivo. A absorção de bens de capital, definida como produção mais importação menos exportação de equipamentos, manteve-se elevada, crescendo 22% em comparação a 2000, contrapondo-se a perda de dinamismo da construção civil. (BACEN, 2001, p.19).

3.3.5 Oferta Agregada e Produção Industrial

Em relação a 2000, a safra de grãos cresceu 18,3%, conforme o levantamento sistemático da produção agrícola (LSPA), realizado pelo IBGE. E a análise dos principais componentes da pecuária revela expansão generalizada.

Seguindo a trajetória dos últimos anos, o mercado externo manteve-se favorável em 2001, acumulando elevação de 50,8% no total exportado de carnes e miudezas e influenciando o comportamento dos preços internos, principalmente de bovinos.

²⁹A formação bruta de capital, ou investimento, resulta da soma algébrica da formação bruta de capital fixo e da variação de estoques. Por sua vez, a formação bruta de capital fixo divide-se em três grupos: construção, máquinas e equipamentos, e outros.

Já a produção industrial foi negativamente impactada pela crise energética e pela paralisação dos petroleiros que se refletiu na extração de minerais e na produção da indústria química. Registrou-se aumento nos estoques devido ao desaquecimento da demanda e à redução nas margens de lucro dos empresários, com a depreciação do Real, afetando as expectativas e os custos dos investimentos relacionados ao aumento de produção. (BACEN, 2001, p.22).

Houve desaceleração na produção em todos os segmentos industriais e em seus investimentos associados, inclusive com a queda na utilização da capacidade instalada.

3.3.6 Emprego e Rendimentos

A taxa média de desemprego no ano foi de 6,27%, ante 7,46% de 2000, com redução do tempo médio de procura por emprego. De acordo com dados do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), a pesquisa domiciliar do IBGE revelou, no acumulado do ano, crescimento de 4,4% no emprego formal, de 1,75% no emprego informal e de 0,62% no emprego por conta própria. P.30. A trajetória do emprego industrial tem sido declinante nos últimos meses, conforme dados divulgados pela CNI e pela Fiesp.

E com relação aos rendimentos reais, decorrentes da desaceleração do nível de atividade e da elevação da inflação, registraram-se decréscimos reais no comércio, na indústria de transformação e na construção civil. E entre os tipos de contratação, a maior queda foi para os empregados com carteira assinada e para os empregadores, além da elevação das horas trabalhadas em relação à produção industrial.

A produtividade e o Custo Unitário do Trabalho (CUT) menos favoráveis em relação a anos anteriores indicavam a redução da capacidade do fator mão-de-obra de absorver elevação de custos relacionados a fatores como depreciação da taxa de câmbio e reajustes de preços administrados. A produtividade caiu e o CUT aumentou, em 2001, fazendo com que a redução dos rendimentos reais reduzisse a demanda. (BACEN, 2001, p.35).

3.3.7 Conclusão

Em termos de crescimento econômico, o ano de 2001 não foi bom, sendo impactado pelo cenário de incertezas na economia interna com a crise energética e posteriormente com a crise internacional, após o atentado de Setembro. A depreciação do Real, apesar de incentivar as exportações, aumentou o preço das importações e deteriorou os termos de trocas do país, em um contexto de redução da demanda. As incertezas que surgiram reduziram os empréstimos, elevaram a seletividade nas concessões de empréstimos e fizeram com que a economia se desaquecesse, reduziram a demanda e desestimularam o crescimento industrial, parcialmente compensado pela agropecuária.

A meta de inflação não foi cumprida, devido ao impacto da elevada depreciação cambial e da alta dos preços administrados por contrato. Na política fiscal, o superávit primário foi alto e superou a meta, mas o endividamento líquido do governo aumentou, apesar dos esforços focados na redução dos gastos e do aumento das receitas arrecadadas.

Na política cambial, a depreciação do Real foi elevada e foi intensificada pelo cenário de incertezas nacionais e internacionais.

O regime de metas não obteve os resultados esperados e não alcançou a meta estabelecida, mas mesmo assim manteve a elevação da taxa de juros e a busca pelo superávit fiscal em um cenário de desaquecimento econômico global. Essa decisão não combateu a inflação que teve suas origens em fatores muito diferentes do excesso de demanda pressuposto pelo regime. Os fatores que resultaram em inflação estavam associados a elevação de custos decorrentes da forte depreciação cambial que pressionou os preços diretamente dos produtos importados e indiretamente através dos preços monitorado, além da pressão causada pela elevada utilização da capacidade instalada de alguns setores. Além disso, não seria possível se combater uma depreciação causada por expectativas de um cenário interno e externo difícil, simplesmente com uma austeridade ainda maior em indicadores nominais como elevação dos juros, contenção dos gastos públicos que poderiam estimular o mercado e elevação do superávit fiscal a todo custo.

As medidas não conseguiram combater a inflação, mas conseguiram tornar a situação econômica do país ainda mais difícil, elevando o custo do crédito em um cenário de escassez de recursos, com aumento da inadimplência e do recolhimento de compulsório.

As políticas macroeconômicas mantiveram suas decisões alinhadas com os pressupostos do regime de metas de inflação, não colheram os resultados almejados, em termos de alcance da meta estipulada e nem contribuíram na atenuação do cenário difícil da economia real. Os agentes econômicos tiveram suas expectativas deterioradas, refletidas no desempenho industrial e passaram a buscar formas de aplicações mais seguras, menos voláteis e com retornos mais certos.

A coordenação de políticas econômicas não demonstrou a flexibilidade defendida e requisitada pelos pós-keynesianos, para ser capaz de atender às necessidades do momento. Em situações de desaquecimento como a que ocorreu em 2001, o papel do Estado torna-se essencial na reversão das expectativas ruins e no estímulo ao investimento privado, indispensáveis para a retomada do crescimento da economia de forma sustentável e não apenas baseado nos dispêndios em consumo. É importante que o Estado estimule o ambiente econômico, em situações nas quais os agentes privados se tornam cautelosos ao extremo.

No entanto, em 2001, o Estado manteve-se subordinado às metas de superávit que lhe foram designadas, ao mesmo tempo em que a política monetária se mostrava inflexível e incompatível com cenário econômico mundial que se formava naquele momento.

3.4 Relatório de inflação – Ano 2002

3.4.1 Política Monetária

A instabilidade do mercado financeiro e a volatilidade cambial deixaram as instituições financeiras mais cautelosas e seletivas nas concessões de empréstimos e financiamentos. O aumento observado no final do ano foi sazonal e relacionado à safra agrícola e às vendas de final de ano. (BACEN, 2002, p.48).

As pessoas também apresentaram comportamento seletivo e conservador na busca por crédito, já que havia um aumento da liquidez proveniente das liberações dos recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) que acabou atenuando a demanda por crédito.

As maiores variações estiveram relacionadas às restrições das linhas de financiamento internas, devido à restrição das linhas externas e a migrações para operações domésticas.

O Banco Central, para atenuar a falta de crédito, principalmente, para financiar as exportações, atuou no provimento de *funding* para as instituições financeiras. Para favorecer os investimentos e a produtividade do setor rural, foram disponibilizados recursos adicionais do BNDES e da FINAME, para aquisição de máquinas agrícolas, ao amparo do Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras (Moderfrota).

Como parte da política monetária restritiva, a taxa de juros Selic foi aumentada junto com as taxas de juros no mercado futuro, recolhimentos compulsórios e encaixes obrigatórios sobre depósitos a vista, depósitos a prazo e caderneta de poupança. (BACEN, 2002, P.53).

Com relação aos agregados monetários, no primeiro semestre de 2002, os meios de pagamentos mantiveram-se estáveis, mas no segundo, começaram a crescer, fazendo surgir a discussão de que a elevação da oferta por moeda sancionou a evolução dos índices de preços, do período. Também contribuíram para isso a migração dos Fundos de Investimentos Financeiros (FIF) para outras modalidades de aplicações financeiras, com a alta volatilidade nos preços dos títulos públicos. Verificou-se que parte dos saques dos FIFs foram direcionados para depósitos a vista e papel-moeda em poder do público, dada à incerteza que aumentava entre os agentes econômicos.

A lei complementar 110, de 29 de Junho de 2001, autorizando a Caixa Econômica Federal a creditar nas contas vinculadas do FGTS o complemento de atualização monetária resultante da aplicação sobre os saldos das contas mantidas no período de 1º de dezembro de 1988 a 28 de fevereiro de 1989 (Plano Verão) e durante o mês de abril de 1990 (Plano Collor) aumentou a liquidez da economia, quando na seqüência foram permitidas as liberações, em parcela única, não prevista.

Isso porque os recursos sacados, mesmo que depois sejam direcionados para outras aplicações financeiras, transitam temporariamente na economia, principalmente em um cenário de incertezas como o de 2002, decorrente do processo eleitoral.

Em relação ao mercado de capitais, o desempenho foi negativo, especialmente por causa das incertezas com relação ao futuro da economia após as eleições. O número de emissões de ações, debêntures e notas promissórias na Comissão de Valores Mobiliários caiu em relação ao de 2001. (BACEN, 2002, p.65).

Em relação aos preços, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou um aumento de 6,98% no ano, sendo bastante impactado pelos efeitos da depreciação cambial, da alta nas cotações internacionais de algumas *commodities* e da entressafra agrícola. Os preços livres apresentaram trajetória crescente, principalmente os influenciados pelas variações na taxa de câmbio, como por exemplo, os alimentos. (BACEN, 2002, p.158).

A meta de inflação não foi alcançada e a autoridade monetária teve que se justificar e apresentar plano de recuperação.

3.4.2 Política Fiscal

A partir de meados de Outubro, após a elevação da taxa básica de juros em 3 p.p, as instituições não chegaram a um acordo quanto à rentabilidade para os títulos prefixados.

Nessa mesma época, o Tesouro Nacional passou a emitir títulos pós-fixados, referenciados à taxa Selic (Letras Financeiras do Tesouro - LFT), com prazo não superior a três meses, com a crise de confiança de antes das eleições, houve volatilidade nas taxas de colocação desses títulos no

mercado. Verificou-se também o maior interesse por títulos públicos indexados a inflação (IGP-M), com maior remuneração.

No âmbito do mercado secundário, foram mantidas as operações de compra e troca de títulos públicos federais de longo prazo, pós-fixados (LFT) e cambias (Nota do Tesouro Nacional - Série D - NTN-D e Nota do Banco Central - Série E - NBCE), com vencimentos entre 2003 e 2005, por títulos pós-fixados de curto prazo da carteira própria do Banco Central.

Essas operações foram realizadas com o objetivo de reduzir a volatilidade dos preços dos títulos públicos que compõem as carteiras dos fundos de investimentos. (BACEN, 2002, p.62).

O superávit primário do setor público superou a meta estabelecida de R\$ 50 bi para o ano, principalmente devido o desempenho do governo central e o Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS).

Contribuíram para esse resultado a contenção de despesas com investimentos, já em um cenário de desaceleração. O crescimento mais acentuado registrado nas esferas dos governos regionais e empresas estatais deveram-se, fundamentalmente, à depreciação cambial acumulada no período, que incide sobre os débitos externos renegociados.

As necessidades de financiamento do setor público (NFSP) no conceito nominal, que abrangeram o resultado primário e os juros nominais apropriados, totalizaram R\$39,5 bilhões, 3,27% do PIB, comparativamente a R\$31,6 bilhões, 2,88% do PIB, em igual período do ano anterior. Quanto às principais fontes de financiamento, R\$3,4 bilhões originaram-se de dívidas e obrigações com bancos, principalmente elevação dos depósitos compulsórios no Banco Central.

Com relação à dívida líquida do setor público, o estoque atingiu R\$869,5 bilhões, 57,54% do PIB comparativamente a R\$660,9 bilhões, 53,25% do PIB, em Dezembro de 2001, devido principalmente a depreciação cambial de 56,7% registrada no período.

Também o reconhecimento de dívidas contribuiu com acréscimo de R\$11,8 bilhões, 0,78% do PIB, e as privatizações, com redução de R\$3,6 bilhões, 0,24% do PIB. Registre-se, ainda, a redução correspondente a 9,52 p.p. na dívida, referente ao crescimento nominal do PIB.

A evolução das contas públicas permaneceu evidenciando o processo de consolidação fiscal, ressaltando os resultados fiscais superavitários apresentados em todos os níveis de governo e contribuindo para que a dinâmica da dívida líquida do setor público se mantivesse em trajetória sustentável, embora registrando oscilações decorrentes de pressões do mercado de câmbio. Esse

compromisso faz parte do processo da melhoria no risco-país e da consolidação da trajetória sustentável declinante da dívida pública. (BACEN, 2002, P.73).

3.4.3 Política Cambial

O balanço de pagamentos refletiu a adequação do setor externo da economia brasileira ao cenário de crédito restritivo e financiamento escasso, melhorando a situação das transações correntes, através do superávit da balança comercial, da redução dos gastos com serviços e rendas e da taxa de câmbio. Os ajustes também contaram com o apoio do acordo feito com o FMI no âmbito do Programa de Assistência Financeira (PAF). (BACEN, 2002, P.96).

Em relação ao comércio de bens e serviços, as exportações acumularam US\$ 55,1 bilhões, 2,3% acima do registrado em 2001, superando as expectativas. E as importações, mantiveram-se estáveis e em níveis reduzidos em US\$ 43,8 bi, representando uma contração de 15,9%. Com isso, o superávit comercial foi de US\$ 11,3 bi, comparado a US\$ 1,8Bi em 2001. .

O aumento nas exportações se relacionou ao desempenho das vendas de produtos básicos e semimanufaturados, já que as de manufaturados reduziram-se em 2,2% no ano, principalmente, por causa da redução das importações do principal mercado: a Argentina. O câmbio depreciado possibilitou o aumento das quantidades exportadas dos setores beneficiados e junto com a desaceleração da economia reduziu as importações.

A maior retração nas importações atingiu as compras de bens de consumo duráveis, principalmente pelo recuo de 48,9% nas importações médias diárias de automóveis, principal item da categoria, redução de 21,6% nas de bens de capital, 16,4% e produtos intermediários, 7,3% nas de bens de consumo não-duráveis, e 3,5% nas de combustíveis e lubrificantes.

Embora em baixos níveis, as importações apresentaram sinais de recuperação no segundo semestre, principalmente por causa da elevação do preço do petróleo e das quantidades importadas, exceto para os combustíveis e lubrificantes. No que se refere às importações de matérias-primas e produtos intermediários, continuaram bastante reduzidas, acompanhando a evolução industrial. Essa redução pode sugerir um processo de substituição de produtos

importados por domésticos, devido às mudanças estruturais ocorridas especialmente no mercado de câmbio.

O intercâmbio com os principais parceiros comerciais apresentou saldo mais favorável no período de Janeiro a Novembro de 2002, em relação a 2001, exceto o comércio com a Argentina, que estava com a economia em crise. (BACEN, 2002, p.98).

Adicionalmente, registraram-se o aumento das exportações para novos mercados, principalmente países africanos, asiáticos e do oriente médio, e o estreitamento das relações comerciais com outros países, por meio de acordos bilaterais, a exemplo do celebrado com o México.

A melhora obtida nos resultados das transações correntes foi devida não somente ao desempenho da balança comercial, como também às menores despesas com serviços e rendas. Os gastos líquidos com serviços diminuíram 38,9%, as remessas líquidas de renda para o exterior foram 5,5% inferior ao registrado em 2001, e os pagamentos líquidos de juros reduziram 12%. Enquanto que as remessas líquidas de lucros e dividendos expandiram 15,5%, totalizando US\$4,8 bilhões.

O Balanço de Pagamentos apresentou perdas em suas fontes de financiamentos e saídas de recursos para a formação de ativos no exterior. A maior perda de recursos de financiamento foi na captação de longo prazo, principalmente em empréstimos diretos e na colocação de títulos de dívida no exterior, cujas taxas de rolagem caíram acentuadamente no decorrer do ano. Houve também redução significativa nos fluxos de investimentos estrangeiros diretos (US\$6,5 bilhões) e, nas captações de curto prazo, especialmente em linhas de crédito comercial. O ajuste da conta foi resultado do crescimento do superávit comercial, queda no envio de renda para o exterior e redução das amortizações de dívidas de longo prazo, no valor de US\$ 5,1 bi.

Além disso, as captações de bônus soberanos e os desembolsos do FMI ao Brasil proporcionaram recursos suficientes para atender os compromissos do Governo Central e parte dos compromissos do setor privado. (BACEN, 2002, P.102).

A conta financeira registrou ingresso líquido de US\$6,7 bilhões, associado, em parte, a ingressos líquidos de US\$8,5 bilhões referentes a empréstimos de regularização do FMI e de US\$15,1 bilhões relativos a investimento estrangeiro direto líquido.

As taxas de rolagem de empréstimos de médio e longo prazos corresponderam a 65%, e os empréstimos de curto prazo, incluindo linhas de comércio repassadas por bancos, apresentaram

retração ao longo do ano. As captações de recursos mantiveram-se negativas e acumularam saídas líquidas de US\$5,4 bilhões, das quais US\$3 bilhões nos últimos três meses do ano. As condições de financiamento do balanço de pagamentos registraram melhora em decorrência do ajuste nas contas correntes e os investimentos estrangeiros diretos contribuíram no financiamento das transações correntes. (BACEN, 2002, p.106).

3.4.4 Investimentos

Em termos reais, a análise do nível de atividade identificou resultados favoráveis ao comércio varejista, impulsionados pelos desembolsos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), pela expansão das exportações favorecidas pela depreciação cambial e pelas vendas do setor agrícola.

Após fraco desempenho no primeiro semestre, a atividade do comércio mostrou recuperação, com a também melhora nos indicadores de confiança dos consumidores. Por segmento, as vendas de combustíveis e lubrificantes expandiram-se 5,5% e as relativas a móveis e eletrodomésticos, 1%, enquanto tecidos, vestuário e calçados, e demais artigos de uso pessoal, mesmo apresentando variações negativas de 1,8% e de 1,4%, respectivamente, mostraram sinais de recuperação durante o ano.

Esses segmentos, por comercializarem, principalmente, itens de menor valor unitário, tendem a ser os mais favorecidos pelos desembolsos do FGTS. As vendas das concessionárias de veículos também evoluíram estimuladas pela redução de IPI e do aumento das promoções realizadas no período.

No ano também houve uma maior preferência do consumidor por compras com pagamentos à vista, em detrimento dos pagamentos a prazo e financiados, indicando uma mudança de comportamento para compras de artigos de menor valor, especialmente com o uso do FGTS.

O fim do período de incertezas quanto ao processo eleitoral, a menor preocupação com o desemprego e a ausência de novas adversidades no cenário internacional explicaram a recuperação da confiança dos consumidores, além da redução da inadimplência. A taxa líquida de

inadimplência no SPC, medida pela ACSP, apesar da volatilidade ao longo do ano, sinalizou tendência declinante, alcançando média de 6,8%, ante 7,9%, em 2001, sinalizando a utilização de recursos do décimo terceiro salário, para gastos de consumo e alavancando o desempenho da atividade varejista, principalmente, nos últimos meses do ano. (BACEN, 2002, p.15).

3.4.5 Oferta Agregada e Produção Industrial

No ano, os fatores que mais influenciaram o comportamento do setor industrial foram o aumento das exportações de manufaturados, as vendas direcionadas ao setor agropecuário, a continuidade do crescimento das vendas internas de bens de consumo de menor valor unitário e o aumento recente das vendas da indústria automobilística.

As exportações de produtos manufaturados cresceram 1,8% no ano, apresentando maior dinamismo no segundo semestre, quando os estímulos associados à depreciação cambial foram mais intensos. Entre os segmentos industriais favorecidos pelo maior fluxo de exportações destacaram-se a indústria do açúcar, de celulose e pasta, de petróleo e gás, de óleos vegetais, de mobiliários, e de abate de aves e de animais. (BACEN, 2002, p.16).

Já a expansão da produção agropecuária, segundo dados das Contas Nacionais do IBGE, sustentou o crescimento de subsetores industriais produtores de insumos e implementos destinados ao setor. A produção de máquinas agrícolas registrou aumento de 25,9%, em relação ao patamar registrado no período correspondente de 2001, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea). Adicionalmente, a produção de fertilizantes e adubos cresceu 13,5% e a de alimentos destinados à nutrição animal, 9,2%.

A produção de bens de capital, mais sensível ao ambiente de incertezas, por envolver horizonte de tempo maior e maiores volumes de recursos e financiamento, apresentou recuperação apenas no final do ano. Enquanto que na categoria de bens de consumo, observou-se crescimento acentuado na produção de bens de consumo duráveis, não-duráveis semiduráveis e intermediários.

A produção mais volátil da indústria e mais dependente de financiamento foi negativamente impactada pela deterioração de expectativas e das condições de crédito, e o

aumento de incertezas nos planos interno e externo, apesar do benefício advindo da crescente demanda por máquinas e equipamentos destinados aos setores agrícola e de transporte. Com relação aos bens intermediários, a produção manteve-se estável ao longo do ano, com queda das importações.

Em relação ao nível de utilização da capacidade instalada, estatísticas divulgadas pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) e pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) indicaram movimento de recuperação. O maior dinamismo da atividade fabril, especialmente nos últimos meses do ano, refletiu o processo de ajuste de estoques, fazendo com que as empresas buscassem adequar sua produção ao volume de vendas. (BACEN, 2002, p.19).

O ajuste de estoques observado no segmento industrial, o nível de inadimplência relativamente baixo, a perspectiva de menor comprometimento do 13º salário proporcionado pelos desembolsos do FGTS, e a recuperação das expectativas dos consumidores e empresários, contribuíram para a recuperação da atividade econômica, mesmo que não tenham sido suficientes para absorver o crescimento da PEA. (BACEN, 2002, p.37).

E por último, os desembolsos do Sistema BNDES, compreendendo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S. A. (BNDESpa), totalizaram R\$29 bilhões, expandindo 51% ante o registrado em igual período de 2001. Por setor, os recursos direcionados à indústria extrativa elevaram-se 179%, os destinados ao comércio e serviços, 70,9%, e os absorvidos pela agropecuária e pela indústria de transformação, 60,3% e 35,2%, respectivamente.

3.4.6 Emprego e Rendimentos

A taxa de desemprego continuou alta e absorvendo o crescimento da PEA, mesmo com a evolução no mercado de trabalho. O resultado acumulado no ano mostrou que a geração de empregos foi mais intensa em serviços, 3,8%, e comércio, 3,5%, e por último na indústria de transformação, 1,4%. Apenas a construção civil apresentou retração no número de postos de trabalho, de 6%, devido à retração da atividade nesse setor. No entanto o aumento do emprego foi maior entre os trabalhadores sem carteira assinada.

De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), de abrangência nacional, foram criados 1.023 mil postos, que representaram acréscimo de 20,4% sobre os empregos gerados em 2001.

E com relação aos rendimentos, os salários reais continuaram mostrando perda de poder aquisitivo, sendo que os mais impactados foram os empregadores, seguidos pelos trabalhadores por conta própria e os com carteira assinada. Já os trabalhadores sem carteira assinada, em vez de redução, tiveram aumento de 0,1%.

Por setor de atividade, observou-se redução generalizada de poder aquisitivo em 2002, cabendo ao comércio a maior perda, 9%, seguindo-se construção civil, 8%, serviços, 4,1%, e indústria de transformação, 2,4%. A tendência de queda dos rendimentos reais agravou-se nos últimos meses do ano, com a aceleração inflacionária.

O custo unitário do trabalho, representando pela razão entre o total de salários pagos pelas empresas no âmbito da CNI, deflacionado pelo INPC, e a produção física industrial calculada pelo IBGE apresentou tendência de queda, especialmente no segundo semestre, indicando que parte do impacto de custos associados a depreciação cambial foi absorvida pela redução da participação do fator mão-de-obra na produção industrial. (BACEN, 2002, p.28).

3.4.7 Resultados

As políticas econômicas, em 2002, foram alinhadas para o mesmo sentido de manutenção da estabilidade de preços. A crise de confiança presente em 2001 prevaleceu em 2002 e reduziu o ritmo de crescimento da economia, fazendo com que as pessoas e as empresas permanecessem cautelosas quanto ao consumo e investimentos. O nível de consumo foi maior entre os bens de consumo não duráveis, já que receberam o impulso dos desembolsos permitidos do FGTS, que antes de serem direcionados para alguma aplicação, acabaram circulando pela economia.

O nível de investimento foi reduzido e ficou praticamente restrito a alguns setores da economia, impulsionado pelas safras agrícolas e pelo consumo de final de ano. A capacidade instalada das empresas permaneceu no mesmo patamar, com elevado nível de utilização e pequena margem de manobra em caso de necessidade de ampliação da produção e dos estoques.

Alguns setores, inclusive apresentavam utilização da capacidade instalada próxima ao limite, com risco de pressionar a inflação, mas isso não se realizou.

A demanda foi sustentada principalmente pelo consumo de bens não duráveis, exportações e a substituição de importações e as vendas direcionadas ao setor agrícola. O mercado de trabalho manteve a taxa de desemprego com o maior índice desde 2000, sendo que os empregos gerados não foram suficientes para absorver o crescimento da população econômica ativa.

Os principais custos para as empresas, durante o ano, foram a depreciação cambial, maior do que a média de 2001 e a inércia remanescente dos preços livres e administrados. (BACEN, 2002, p. 114).

A política monetária manteve-se restritiva, elevando a taxa de juros SELIC e as exigências de depósitos compulsórios e encaixes sobre os depósitos a vista e a prazo e caderneta de poupança. Esse cenário prejudicou a concessão de créditos e financiamentos, tanto no mercado interno e de capitais, como no exterior. O número de emissões de ações, debêntures e notas promissórias registradas na Comissão de Valores Mobiliários caíram em relação ao ano de 2001, obtendo até mesmo rendimentos reais negativos ao longo do ano.

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou um aumento de 6,98% no ano, principalmente por causa dos efeitos da depreciação cambial, da alta nas cotações internacionais de algumas *commodities* e da entressafra agrícola. A variação do IPCA decorreu da continuidade da alta nos preços livres, principalmente os mais influenciados pelas variações no câmbio, como por exemplo, os alimentos e do impacto da correção de alguns preços monitorados. (BACEN, 2002, p.158).

No âmbito fiscal, a demanda por títulos com rendimentos pré-fixados se reduziu, sendo substituída pela demanda por títulos pós-fixados que o Tesouro Nacional passou a emitir, referenciados à taxa SELIC (as Letras Financeiras do Tesouro – LFT), com prazo de até três meses. A crise de confiança que havia na economia aumentou a volatilidade nas taxas de colocação desses títulos e cresceu no mercado secundário o interesse pela troca de títulos públicos federais de longo prazo, pós-fixados. Essas operações tinham por objetivo reduzir a volatilidade dos preços dos títulos públicos que compunham as carteiras dos fundos de investimentos.

O superávit primário do governo superou o esperado de R\$ 50 bi para o ano, principalmente devido ao desempenho do governo central e do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS). Contribuíram para esse resultado a contenção de despesas com investimentos, já em um cenário de desaceleração econômica, o crescimento mais acentuado registrado nas esferas dos governos regionais e das empresas estatais, dada à depreciação cambial acumulada no período.

No entanto, as necessidades de financiamento do setor público (NFSP) no conceito nominal, que abrange o resultado primário e os juros nominais apropriados, aumentaram e totalizaram 3,27% do PIB, comparativamente a 2,88% do PIB, em igual período do ano anterior.

A dívida líquida do setor público atingiu 57,5% do PIB, frente a 53,3% do PIB em 2001, especialmente por causa da depreciação cambial (56,7% do PIB) que impactou na parte da dívida indexada ao dólar (5,34% do PIB) e na dívida externa líquida (5,11% do PIB).

A melhora obtida nos resultados das transações correntes foi devida não somente ao desempenho da balança comercial, como também às menores despesas com serviços e rendas. O Balanço de Pagamentos apresentou perdas em suas fontes de financiamento, principalmente em empréstimos diretos e na colocação de títulos de dívida no exterior, cujas taxas de rolagem caíram acentuadamente no decorrer do ano. Houve também redução significativa nos fluxos de investimentos estrangeiros diretos e, nas captações de curto prazo, especialmente em linhas de crédito comercial.

Neste cenário, as políticas econômicas mantiveram-se alinhadas em busca do controle da inflação, dada à desaceleração econômica interna e externa. A restrição foi mantida em todas as políticas, mas a meta de inflação de 3,5% do ano não foi atingida e a inflação real chegou em 12,5%. Os principais motivos levantados pela autoridade monetária para o não cumprimento foram a crise de confiança na evolução da economia brasileira, a aversão ao risco nos mercados internacionais, com queda no financiamento externo, e a depreciação cambial.

O índice de inadimplência se reduziu, mas com ele também se reduziram os empréstimos de curto e longo prazo, as captações no mercado de capitais e os financiamentos de consumo. As pessoas e as empresas e instituições financeiras foram cautelosas em seus comportamentos de consumo, investimento e crédito, prejudicando ainda mais a situação econômica vigente.

O desempenho favorável se restringiu aos setores produtores de bens de consumo não-duráveis e de pequeno valor, suscetíveis aos desembolsos do FGTS e à agropecuária beneficiada

pelo aumento das exportações. Os setores que demandavam mais recursos não tiveram desempenho semelhante, reduzindo inclusive suas importações.

O mercado de emprego não conseguiu acompanhar o ritmo de crescimento da PEA e os trabalhadores tiveram perdas reais em seus rendimentos, sendo os empregadores e os empregados com carteira assinada os maiores prejudicados.

Isso significa que a economia não teve um desempenho sustentável, embora tenha controlado seus níveis de endividamento, pois não conseguiu alavancar o motor do crescimento, relacionado ao nível de investimento produtivo da economia. As metas não foram atingidas ao custo de uma redução ainda maior no crescimento da economia, em um ambiente já comprometido pela desaceleração econômica interna e externa. Os pontos fracos da economia brasileira, como a obtenção de créditos foram ainda mais acentuados e os estímulos de venda e expectativas de lucro necessárias para os investimentos produtivos não foram alvo de recuperação por parte das políticas econômica.

3.5 Relatório de inflação – Ano 2003

3.5.1 Política Monetária

As medidas que foram adotadas pelo governo federal favorecendo o microcrédito e empréstimos consignados em folha de pagamento reduziram os custos do financiamento e incentivaram as condições de crédito a pessoas físicas, principalmente para a compra de bens não duráveis.

A evolução foi estimulada pela redução da taxa de juros e das taxas ativas praticadas pelos bancos, conseqüentes da melhora ocorrida nas expectativas de inflação em direção as metas e da estabilidade no mercado cambial que reduziram os *spreads* bancários, além da redução dos recolhimentos compulsórios e do aumento da concorrência entre as instituições financeiras. O volume total das operações de crédito do sistema financeiro expandiu 7,7% nos últimos 12 meses, mas os desembolsos acumulados em 2003 contraíram-se em 11,7% em comparação ao registrado em 2002, com maior retração na indústria. (BACEN, 2003, p.47).

Os empréstimos para pessoas jurídicas também tiveram os custos reduzidos, especialmente por causa da redução dos juros e da estabilidade da taxa de câmbio que condiciona o custo das operações referenciadas em moeda estrangeira, além da melhora nas expectativas dos agentes econômicos em relação à inflação.

O índice de inadimplência também apresentou redução para pessoas físicas e jurídicas e o BACEN passou a priorizar o desenvolvimento do mercado de crédito, para a ampliação da oferta de recursos para os tomadores finais e a redução de risco do sistema financeiro.

A política monetária restritiva foi mantida nos primeiros meses de 2003, como continuação do ano anterior, mas a partir de Junho, diante dos indicadores relativos aos preços, o BACEN iniciou a flexibilização da política monetária e reduziu a taxa de juros e os recolhimentos de compulsórios.

A flexibilização atingiu o mercado de crédito que é um dos mecanismos mais importantes de transmissão da política monetária, estimulando o consumo e reduzindo a defasagem entre a retomada do nível da atividade e os aumentos da renda disponível. O crescimento da demanda

por crédito nas empresas estava relacionado à formação de estoques para vendas de fim de ano e à comercialização de insumos para o plantio da safra agrícola, além da reativação da produção industrial.

Em relação ao mercado de capitais, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) manteve o desempenho positivo registrado desde Fevereiro, acumulando rentabilidade de 79% no ano, atribuída em grande parte ao ingresso de aproximadamente R\$ 6 bilhões sob a forma de investimento estrangeiro atraídos pela recuperação da economia e pela diminuição das tensões no cenário internacional. O mercado de ações teve uma melhora, mas não houve um maior volume de captações no mercado por parte das empresas, quando comparado ao ano anterior. (BACEN, 2003, p.63).

Os níveis de preços foram impactados pela apreciação do câmbio e o IPCA apresentou variação de 8,74% a.a, devido às elevações nos preços livre e monitorados. Dentre os preços monitorados que mais tiveram aumento, destacaram-se as tarifas de ônibus urbano, a taxa de água e esgoto e a taxa de energia elétrica. No entanto, não houve processo de reajustes generalizados entre os diversos setores, exceto nos casos influenciados por fatores sazonais ou por reajustes através de contratos ou ainda por tentativas de recuperação de margens. P.46.

3.5.2 Política Fiscal

A partir do final de 2002, as condições para colocação de títulos públicos apresentaram melhorias significativas, com queda nas taxas de colocação e aumento nos prazos de emissão dos títulos. Houve também a retomada da emissão de Notas do Tesouro Nacional – Serie B (NTN-B), atreladas ao IPCA e ao IGP-M (NTN-C), e a redução de 62% para 20,9% da parcela relativa às Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos indexados à taxa SELIC. O Tesouro também passou a ofertar LFT com vencimentos em Junho de 2008 e não mais em Setembro de 2007.

A composição da dívida pública estava em processo de alteração, elevando bastante a participação de papéis prefixados e levemente a de papéis indexados a índices de preços, ao mesmo tempo em que reduzia a parcela relativa a papéis indexados à taxa SELIC e à taxa de câmbio, para reduzir a sua vulnerabilidade.

A dívida mobiliária federal chegou a 46% do PIB em Novembro de 2003 (R\$ 728,3 bilhões), como impacto das emissões líquidas de R\$ 1,5 bilhão no mercado primário, da incorporação de juros e da apreciação cambial do Real frente ao dólar.

No entanto, a dívida líquida do setor público não financeiro apresentou um movimento de queda nos últimos meses do ano, passando de 59% em Agosto para a 55,5% do PIB em Dezembro de 2003.

Em relação ao desempenho fiscal e cumprimento das metas estabelecidas, houve uma redução da participação das empresas estatais no superávit do setor público, mas o ajuste fiscal efetuado no âmbito do governo central mais do que compensou o desempenho do segmento, mantendo o resultado compatível com as metas. O ajuste do governo central, com maior ênfase nas despesas, contrabalançou a perda de arrecadação extraordinária do ano anterior e a redução tributária inerente à desaceleração da atividade econômica. A redução da taxa Selic, a estabilidade da taxa de câmbio e a continuidade de obtenção de resultados fiscais favoráveis em todos os segmentos do setor público contribuíram para a manutenção do equilíbrio da relação dívida/PIB, reduzindo a proporção da dívida líquida do setor público. (BACEN, 2003, p.69).

3.5.3 Política Cambial

Em 2003, o desempenho da economia internacional foi mais favorável do que no ano anterior, com a volta do crescimento das economias dos EUA, do Japão e dos países da área do Euro.

As melhores condições no mercado internacional e no desempenho do comércio exterior eliminaram o déficit em transações correntes e o substituíram por um superávit de US\$ 3,7 bilhões em doze meses, aumentando as exportações e reduzindo o déficit nas contas de rendas e serviços. As exportações brasileiras no ano superaram em 20% as de 2002 e as importações mostraram sinais de recuperação, frente aos indicadores de retomada do crescimento da economia interna.

As exportações foram beneficiadas pela depreciação cambial, pela recuperação da economia argentina, pela expansão do comércio chinês após a entrada na OMC, pela ampliação

do relacionamento comercial com parceiros menos tradicionais, como os países do Oriente Médio, África e Europa Oriental e pela recuperação dos preços das *commodities* no mercado internacional.

As importações também aumentaram, acompanhando a recuperação industrial do país, com destaque para a elevação da compra de matérias-primas e produtos intermediários, que cresceram 8,7%, especialmente na compra de nafta, combustíveis e lubrificantes, além do petróleo. No entanto, as importações de bens de capitais não apresentaram o mesmo desempenho favorável.

Em relação aos serviços e rendas, as remessas líquidas de rendas ao exterior reduziram-se em 1,5% em comparação ao ano anterior, com redução do pagamento de juros e das remessas de lucros e dividendos. No acumulado do ano, a conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingresso líquido de US\$ 12 bilhões, incluindo os desembolsos do FMI. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos somaram US\$8,7 bilhões, dos quais US\$7,7 bilhões sob a forma de participação e US\$1,1 bilhão em empréstimos intercompanhias.

Registrou-se aumento de 78,8% em investimentos em ações, com destaque para a reversão das aplicações líquidas em ações negociadas no país. A taxa de rolagem de papéis privados de médio e longo prazos alcançou 148% no acumulado de onze meses, significativamente maior que a taxa de 35%, observada no ano anterior. Houve redução no estoque de passivos de curto prazo, considerando tanto os créditos comerciais como os empréstimos e financiamentos, e nas necessidades de financiamento externo, que passaram de US\$34,5 bilhões, no acumulado de 2002, para US\$19,7 bilhões, no mesmo período de 2003.

A recuperação foi reflexo dos sucessivos superávits em transações correntes e da manutenção dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, mesmo que em volumes inferiores aos dos anos anteriores. (BACEN, 2003, p.92).

Em resumo, pode-se dizer que o superávit das transações correntes no ano contribuiu para a redução das necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, e a queda nos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, principal fonte de financiamento nos últimos anos, foi compensada pela melhora nas taxas de rolagem das captações do setor privado, que contribuíram para o ajustamento das contas externas.

3.5.4 Investimentos

Retomando o movimento de crescimento econômico, o período de recuperação foi impulsionado pela produção de bens de consumo duráveis. A atividade econômica foi sustentada pelas exportações e pela recuperação da demanda interna, associada à expansão do crédito e pela recuperação das expectativas dos agentes econômicos.

Em ritmo menos acelerado prosseguiu a recuperação dos setores de bens de consumo não duráveis, cuja evolução dependia da recuperação da renda, e dos setores produtores de bens de capital, que tendem a responder com maior intensidade com a consolidação do cenário de recuperação.

Em relação ao ano anterior, o consumo das famílias e a formação bruta do capital fixo registraram quedas de 4,2% e de 7,2%, respectivamente. Os resultados acumulados no ano, por setores, também refletiram a evolução dos componentes da demanda. A agropecuária, cuja produção foi impulsionada pelas exportações, apresentou taxa de variação positiva de 5,1%, enquanto a atividade industrial decresceu 0,7%, na mesma base de comparação, influenciada, principalmente, pelo comportamento negativo da indústria de construção civil.

Pela ótica da demanda, a variação do PIB foi sustentada pelo comércio exterior, com expansão das exportações e relativa estabilidade das importações. A demanda interna apresentou retração no período, apesar da recuperação verificada no segundo semestre, com quedas maiores nos investimentos e reduções nos salários reais e no emprego. (BACEN, 2003, p.35).

Com relação ao comércio varejista, as vendas mais sensíveis às condições de crédito mostraram melhor desempenho, beneficiadas pela redução da taxa de juros e pela flexibilização das condições de crédito ao consumidor. Por atividades, os segmentos de móveis e eletrodomésticos e de automóveis, motocicletas, partes e peças registraram as maiores taxas de crescimento, na mesma base de comparação. Considerando o desempenho em relação ao mesmo período do ano anterior, o comércio apresentou variações negativas, acumulando queda de 4,9% no ano, com redução da taxa de inadimplência em relação a 2002.

Já com relação à produção agropecuária, em 2003, a safra de grãos foi superior à de 2002 e a pecuária teve um bom desempenho, considerando o histórico do setor, especialmente por causa das vendas externas, do clima e da tecnologia. O setor agrícola permaneceu como

importante para o nível de atividade da economia, contribuindo positivamente para a balança comercial e para a evolução dos preços internos. (BACEN, 2003, p.20).

Já em relação à produção industrial, foram observados ganhos no segundo semestre do ano, associados à evolução positiva da demanda interna e à continuidade do desempenho das exportações.

Registrou-se aumento na utilização da capacidade ociosa nos setores de bens de consumo e de capital, que apresentavam níveis elevados de ociosidade, sendo que em ordem decrescente de utilização da capacidade, seguem os fabricantes do setor de bens intermediários, em especial, celulose, papel e papelão (93,7%), metalurgia (90,1%), borracha (89,8%) e têxtil (88,8%).

Com relação aos estoques de produtos finais, elevou-se o número de empresas com estoques excessivos resultantes da queda na demanda, apesar dos ajustes realizados no período.

Depois de um período de queda nas atividades, a indústria mostrou sinais de recuperação no segundo semestre do ano, com as exportações e a retomada da demanda interna, favorecida pela flexibilidade adquirida pelo mercado de crédito, nas concessões para financiamento do consumo à pessoa física. (BACEN, 2003, p.27).

De acordo com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os desembolsos do Sistema BNDES, da Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) somaram R\$22,2 bilhões nos primeiros dez meses de 2003, valor 23,4% inferior ao concedido em igual período de 2002. Por setor de atividade, registraram-se decréscimos nominais nos financiamentos concedidos à indústria extrativa, 55,3%, à indústria de transformação, 35,5% e ao comércio, 16,6%. Os desembolsos destinados à agropecuária cresceram 4,7% e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo básico para os financiamentos contratados junto ao sistema BNDES, manteve-se em 12% a.a. desde Abril de 2003 e no final de Setembro foi reduzida para 11% a.a.. De uma maneira geral, a taxa de investimento no ano foi pequena e inferior ao desejado para colocar a economia em ritmo de crescimento novamente, apesar da redução do risco país no segundo semestre.

3.5.5 Emprego e Rendimentos

A taxa de emprego e a criação de postos de trabalho no ano continuaram sem acompanhar o crescimento da população economicamente ativa, em todas as categorias. Verificou-se reduções no número de empregados com carteira assinada, ao mesmo tempo em que aumentou o número de empregados sem carteira assinada, indicando a informalização do mercado de trabalho.

Por setor de atividade, o setor de serviços respondeu pela maior geração de vagas, cerca de 300 mil, seguido da indústria de transformação, 227 mil, e da agropecuária, 191 mil. A construção civil, cuja produção registrou a queda mais acentuada desde 1996, apresentou número de desligamentos superior ao de contratações, com saldo negativo de 3 mil postos, especialmente no segundo semestre. (BACEN, 2003, p.29).

Em relação aos rendimentos, registrou-se queda na criação dos postos de trabalho e aumento da taxa de desemprego, acompanhados pela também queda nos rendimentos reais dos trabalhadores. A perda acumulada no ano ficou em 12,2%.

No grupo de trabalhadores por conta própria, essa redução chegou a 20,2%, seguido pelos trabalhadores com carteira, com 8,2% e dos trabalhadores sem carteira, 6,6%.

No primeiro semestre, devido ao cenário de incertezas, as correções salariais ficaram abaixo do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em 54,4% das negociações analisadas, em âmbito nacional, pelo Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese). Já no segundo semestre, com a melhora no cenário econômico, os dissídios foram mais favoráveis para os trabalhadores, registrando-se nas principais categorias do país, à exceção dos bancários, reajustes iguais ou superiores ao INPC acumulado em doze meses. (BACEN, 2003, p.30).

3.5.6 Conclusão

O ano de 2003 seguiu com a política monetária vigente de metas de inflação. E embora a meta de inflação não tenha sido cumprida, outros objetivos foram alcançados, como os superávits

nas contas públicas, redução da dívida pública, aumento das exportações bem a manutenção da inflação sob controle, mesmo que a situação do lado real da economia continuasse pouco confortável.

Apesar de o mercado de crédito ter aumentado a concessão de empréstimos e financiamento, isto se deu sobretudo para as pessoas físicas, e em especial para a compra de bens de consumo não duráveis. A indústria apresentou uma leve melhora em seu desempenho, mas continuou em situação de desaquecimento, apesar de as expectativas terem melhorado e indicado uma possibilidade para os empresários e o setor produtivo.

A política monetária foi menos austera no segundo semestre em comparação ao ano anterior, reduzindo a taxa SELIC e os recolhimentos compulsórios. O que na verdade era mais do que esperado, já que a economia estava desaquecida e não representaria uma ameaça aos níveis de preços. Essa redução refletiu em aumento na concessão de crédito para o consumo.

Os níveis de investimentos foram baixos, inclusive com pouca demanda aos bancos de fomento e as indústrias trabalharam com aumento da utilização da capacidade instalada, atingindo em alguns setores, quase a capacidade máxima. No entanto, isso não representou uma ameaça de pressão aos níveis de preços.

No campo fiscal, o controle dos gastos e o aumento da receita resultaram em superávits em todas as esferas do governo, a rolagem da dívida foi bem sucedida e houve redução em suas parcelas indexadas à taxa de juros e à taxa de câmbio, reduzindo sua vulnerabilidade em um cenário de instabilidades econômicas internas e externas.

Na área do comércio exterior, as exportações aumentaram e superaram as importações, com desempenho beneficiado pela recuperação do mercado internacional e pela depreciação cambial, que tornou nossa pauta mais competitiva. Embora as importações também tenham aumentando frente à recuperação da demanda interna e sejam de maior valor agregado em comparação às nossas exportações.

A meta de inflação para o ano era de 4%, com tolerância de 2,5 pontos percentuais para cima ou para baixo, mas a variação do IPCA alcançou 9,3% e ultrapassou os limites estabelecidos.

Como justificativa pelo não cumprimento da meta, o presidente do BACEN, Henrique Meirelles, alegou o aumento temporário do grau de persistência inflacionária, decorrente das expectativas do final de 2002 e da forte depreciação do câmbio em 2003, e os reajustes nos

preços monitorados por contrato, como as tarifas de ônibus, energia elétrica e telefone, acima da variação dos preços livres.

3.6 Relatório de inflação – Ano 2004

3.6.1 Política Monetária

Em 2004, no segmento de pessoas físicas, a demanda por crédito sinalizou a consolidação das operações consignadas em folha de pagamento e a melhora do perfil de endividamento das famílias, que aliados às condições mais favoráveis de renda e emprego, contribuíram para a redução dos índices de inadimplência ao longo do ano.

As operações de crédito cresceram 18,1% em 12 meses, e os empréstimos totais em relação ao PIB elevaram-se para 26,1%, dos quais os empréstimos provenientes de bancos privados estiveram relacionados aos empréstimos para pessoas físicas e comércio, enquanto que os empréstimos das instituições financeiras públicas foram mais direcionados para os empréstimos rurais.

Os desembolsos concedidos pelo BNDES tiveram aumento de 23,6% em relação ao ano anterior, crescendo especialmente no setor de serviços e comércio, energia elétrica, transportes e telecomunicações. Os financiamentos para a indústria tiveram queda de 4%, com destaque para os segmentos de veículos e equipamentos de transportes. Já para o setor agropecuário, a elevação foi de 52,9% no ano, reflexo da maior disponibilidade de recursos para investimentos rurais, com ênfase para o Programa de Modernização para a Aquisição de Maquinas e Implementos Agrícolas (MODERFROTA). (BACEN, 2004, p.48).

Em relação à base monetária, verificou-se um aumento de 26,2% em 12 meses, refletindo acréscimos de 24,7% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 29,5% nas reservas bancárias.

Na tentativa de equalizar as condições de concorrência entre as diferentes instituições, o BACEN alterou a exigibilidade de recolhimento de compulsório sobre os depósitos a prazo, de acordo com o tipo e tamanho da instituição.

O desempenho do mercado de capitais com a emissão primária de ações, debêntures e notas promissórias cresceu 127,3% em relação ao ano anterior. Em ordem decrescente de importância estavam as debêntures, as notas promissórias e, por último, as ações, assim como nos

anos anteriores. Apesar da importância do mercado de capitais no financiamento das empresas em países desenvolvidos, no Brasil ele é bastante incipiente e pouco desenvolvido.

Com relação às aplicações financeiras, a carteira dos fundos de investimento financeiro apresentou aumento de títulos pós-fixados em detrimento dos pré-fixados, e tendência de elevação da participação dos títulos indexados a índices de preços, ao mesmo tempo em que os títulos indexados à taxa de câmbio se reduziram e foram substituídos.

Para estimular a poupança financeira de longo prazo, o governo federal criou novas regras de imposto de renda (IR) incidentes sobre ganhos de aplicações financeiras, estabelecendo alíquotas diferenciadas de imposto para aplicações de renda fixa, de acordo com o prazo de aplicação. Nas aplicações de renda variável, por exemplo, a alíquota de IR passou de 20% para 15%, independentemente do prazo da aplicação. (BACEN, 2004, p.55).

As medidas visavam ao favorecimento das aplicações de prazos maiores, na tentativa de mudar o perfil das aplicações vigentes e de alongar o prazo dos empréstimos concedidos pelas instituições financeiras com a utilização desses recursos.

Durante o ano, registrou-se uma redução na inflação determinada pela queda acentuada dos preços agrícolas, enquanto os preços dos produtos industriais aumentaram a taxas elevadas, em decorrência das altas das *commodities* metálicas e dos insumos e derivados do petróleo. Com isso, o núcleo de inflação foi mantido em níveis superiores à meta estabelecida e, nos últimos 12 meses, alcançou variação de 7,9%, com tendência de alta. O IPCA teve aumento no período, em especial por causa do aumento de preços dos artigos de residência e de vestuário e dos combustíveis e telefonia fixa. (BACEN, 2004, p.34).

No entanto, apesar dos aumentos em alguns grupos analisados, a trajetória da inflação foi favorecida pela apreciação cambial e pelo comportamento dos preços da alimentação, em especial dos produtos *in natura*, que registraram redução. (BACEN, 2004, p.45).

3.6.2 Política Fiscal

O setor público não financeiro apresentou superávit primário no ano de R\$ 84,8 bilhões, 5,3% do PIB, frente a 5% de 2003, quando a meta para o ano era de 4,6% do PIB.

O recolhimento de tributos federais atingiu R\$ 289,9 bilhões, superando a arrecadação do ano anterior em R\$ 42,4 bilhões, principalmente por causa do crescimento da atividade econômica e da adoção de medidas de caráter administrativo para melhorar a eficiência do fisco e reduzir as sonegações.

Além dos recolhimentos, os limites de endividamento e de despesas administrativas também favoreceram o equilíbrio fiscal e aumentaram a eficiência e qualidade do gasto público. Também houve redução no total de juros apropriado no período, alcançando 7,3% do PIB, frente a 9,6% do PIB em 2003, acompanhando a redução da taxa SELIC.

Com esses resultados, a necessidade de financiamento do setor público no conceito nominal (resultado primário + juros nominais) reduziu-se no acumulado do ano para 2% do PIB, frente a 4,7% em 2003, aumentando a sustentabilidade do endividamento do setor. (BACEN, 2004, p.58).

A razão entre a dívida líquida do setor público (DLSP) e o PIB não apresentava redução desde 1994. Em 2004, refletiu os efeitos do desempenho fiscal favorável, a queda dos juros apropriados sobre a dívida devido à redução da inflação, a apreciação do real decorrente da melhora das contas externas e a retomada do crescimento econômico.

Além da redução, a DLSP também teve seu perfil alterado, com menor exposição às flutuações do câmbio, favorecendo a rolagem da dívida em mercado e a sustentabilidade de sua trajetória com reflexos de melhora no risco-país. Já a dívida bruta do governo chegou a 71,1% do PIB, devido aos encargos capitalizados na dívida mobiliária. (BACEN, 2004, p.63).

3.6.3 Política Cambial

Em 2004, o Real se apreciou 5,5% devido aos fluxos positivos no mercado de câmbio e à depreciação da moeda norte-americana frente às demais.

No comércio de bens, as exportações tiveram um aumento de 31,6% em comparação a 2003, as importações um aumento de 28,9% e o saldo da balança comercial um acumulado no ano de US\$ 30,2 bilhões.

Nas exportações, registrou-se um aumento de 36,7% nas vendas de produtos básicos, 33,3% nas de produtos manufaturados e 24,5% nas de semimanufaturados. E nas importações,

todas as categorias indicaram aumento, sendo que as compras de bens de capital aumentaram 16,6%, as de matéria-prima, 30,9%, as de bens de consumo, 23,8%, e as de combustíveis e lubrificantes, 52,1%. A importação de petróleo aumentou, devido ao aumento no preço da *commodity* e à retomada do nível de atividade. O desempenho das exportações no ano foi 17,4% maior do que o ano anterior, com evolução de 11,3% nos preços, e o das importações foi de 17,4% na quantidade importada. (BACEN, 2004, p.85).

Os gastos líquidos com serviços declinaram 7% em relação a 2003, enquanto as remessas líquidas de renda aumentaram 13,1%, refletindo a elevação de 38% nas remessas de lucros e dividendos e a elevação dos gastos líquido com juros em 3,7%.

Em relação à conta financeira do Balanço de pagamento, registrou-se saída líquida de US\$ 9,1 bilhões em 2004 e aumentos na entrada de Investimento Direto Estrangeiro sob a forma de participação e repatriação de empréstimos intercompanhias, em comparação ao ano anterior. Os investimentos em carteira foram reduzidos em US\$ 500 milhões e os em ações em 900 milhões.

As taxas de rolagem dos empréstimos de médio e longo prazos ficaram em 62%, frente a 111% em 2003, explicado tanto pela antecipação dos contratos em 2003, como pela redução na demanda por crédito externo por parte das empresas brasileiras. (BACEN, 2004, p.89).

O País contou com empréstimos do FMI neste ano, contabilizando também os juros pagos pelos empréstimos anteriormente concedidos pelo Fundo.

Os resultados positivos do setor externo da economia foram fortalecidos pelo comportamento das exportações e pela redução do passivo externo de médio e longo prazos, que desde 1999 vinha apresentando uma trajetória decrescente e contribuindo para a redução do risco país e melhora nas condições de acesso ao mercado financeiro internacional através de *spreads* menores e emissão de dívida externa privada em moeda nacional.

No entanto, em movimento contrário ao seguido pelo seu estoque, o serviço da dívida externa continuou crescendo, desde meados da década de 1990, com as amortizações e pagamentos de juros. Essas evoluções no setor externo da economia refletiram nos indicadores de sustentabilidade da dívida externa no período de 2002 a 2004, verificando-se redução dos seguintes indicadores: Dívida Externa Total, Dívida Externa Total Líquida, Reservas Internacionais, Dívida Total/PIB, Dívida Total Líquida/PIB, Dívida Total/Exportações, Dívida

Total Líquida/PIB, Dívida Total/Exportações, Dívida Total Líquida/Exportações, Serviço da Dívida /Exportações. E aumento na relação Exportações, PIB, e Reservas/ Dívida Total.

O desempenho favorável dos indicadores revela aumento da sustentabilidade das contas externas do país, salientando seu compromisso com o passivo e risco soberano perante o mercado internacional, na busca pela credibilidade e atração de novos investimentos (BACEN, 2004, p.95).

3.6.4 Investimentos

Em 2004, o crescimento do produto foi acompanhado por taxas de inflação em níveis incompatíveis com as metas no médio prazo, refletindo nos preços no atacado e ao consumidor e na rigidez das expectativas dos agentes privados. O aumento da demanda por investimento esteve relacionada ao desempenho favorável da agropecuária, aumento na utilização da capacidade instalada da indústria e aumento do número de empregos gerados pela economia. (BACEN, 2004, p.12).

O crescimento do PIB e o aumento dos gastos com FBCF se relacionaram com a evolução do consumo, dos rendimentos, do emprego e das expectativas dos agentes econômicos em relação ao futuro da economia. O índice de inadimplência permaneceu estável, em relação ao nível de 2003 e a concessão de crédito permaneceu a mesma do ano anterior.

O crescimento refletiu o aumento da demanda interna, melhores condições de crédito, recuperação dos rendimentos reais, desempenho do comércio exterior e aumento dos investimentos. O consumo das famílias cresceu 3,9%, a formação bruta de capital fixo aumentou 11,8%, as exportações 18,6% e as importações, 14,9%, em relação a 2003.

A agropecuária foi impulsionada pelas exportações e teve crescimento de 5,6%, com a produção de grãos e o aumento da produção da pecuária. A atividade industrial cresceu 6,3% com taxas positivas em todos os segmentos enquanto o setor de serviços cresceu 3,8%, em comparação ao ano anterior. A produção agropecuária não foi tão expressiva devido aos resultados negativos de produtos relevantes como a soja, feijão, milho e trigo decorrentes das

condições climáticas não favoráveis. No entanto, o setor foi favorecido pelo aumento das exportações, que aumentaram 70,6% em relação ao ano anterior.

A indústria também apresentou um dinamismo menor, apesar da manutenção das condições de crédito, do aumento da massa salarial e dos fluxos de investimentos. Por segmentação, a indústria de transformação cresceu 8,6% a.a e a indústria extrativa cresceu 3,8% a.a.

A utilização da capacidade instalada alcançou 85,7% sendo que o setor de bens intermediários foi o que apresentou maior ocupação, 88,6%, enquanto o nível de utilização da indústria produtora de bens de capital recuou 2%. No geral, o desempenho do nível de atividades no ano não foi satisfatório e nem representou pressões sobre os níveis de preços.

Os investimentos cresceram 11,8% no ano, em relação a 2003, refletindo aumentos de 16,3% na absorção de máquinas e equipamentos e de 6,4% na produção de insumos da construção civil. Os indicadores da indústria de bens de capital mecânico, divulgados pela Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos (ABIMAQ), indicaram a elevação dos investimentos no ano, com o crescimento de 6% na utilização da capacidade instalada.

Os desembolsos do BNDES e BNDESPar foram 42,9% superiores aos de 2003, com maior demanda por parte da indústria extrativa, seguida por comércio e serviços e agropecuária, e indústria de transformação. A taxa de juros de longo prazo caiu 0,25 p.p em relação à taxa do ano anterior, caindo de 10% a.a em 2003, para 9,75% em 2004. (BACEN, 2004, P.31).

3.6.5 Emprego e Rendimentos

Com relação ao mercado de trabalho, além do aumento no número de postos de trabalho, identificou-se também melhora na qualidade dos empregos gerados, devido à melhora na confiança dos empresários. O aumento do nível de emprego foi maior dentro do segmento de trabalhadores com carteira assinada, revertendo o processo de informalização do mercado de trabalho que ocorria até então. (BACEN, 2004, p.21).

O emprego na indústria de transformação apresentou o melhor desempenho desde 1992, com crescimento de 2,8% no acumulado do ano, acima do ocorrido no ano anterior, apresentando trajetória ascendente, enquanto o número de horas trabalhadas teve trajetória oposta. Essa inversão de comportamentos indica maior confiança dos empresários nas contratações, em vez de aumentar as horas extras. Os rendimentos reais dos trabalhadores também evoluíram positivamente, em relação a 2003, com reajustes acima da inflação.

3.6.6 Resultados

Em 2004, as políticas econômicas prosseguiram como nos anos anteriores, em linha com a política monetária de Metas de Inflação. Os indicadores de crédito, elevação de preços, dívida pública, emprego e comércio exterior apresentaram resultados satisfatórios e positivos, principalmente em relação aos anos anteriores.

A dívida pública melhorou seus indicadores de sustentabilidade, a conta de transações correntes do balanço de pagamentos foi superavitária, apesar do aumento dos serviços da dívida externa, o emprego formal aumentou em detrimento da redução das horas extras praticadas, indicando melhora no nível de confiança dos empresários, os desembolsos dos órgãos de fomento aos investimentos produtivos aumentaram, o risco país caiu e a meta de inflação foi atingida.

Os indicadores acima mostram uma evolução positiva no índice de confiança dos empresários com relação ao futuro da economia, mas, embora os níveis de investimentos tenham aumentado relativamente, os resultados ainda não levaram ao melhor desempenho do setor industrial, que no período continuou medíocre.

A meta da política econômica continuou sendo a busca pela estabilização da inflação, e o aumento da liquidez no mercado internacional com melhora no desempenho das economias internacionais acabou se refletindo no mercado brasileiro e contribuindo para parte dos resultados positivos alcançados durante o ano. Não houve estímulo ao investimento público para aquecer a economia e não houve grandes contribuições ao acesso de financiamento para as empresas, já que o mercado de capitais continuou pouco desenvolvido, o mercado financeiro internacional pouco

acessível e o mercado de crédito bancário mais voltado para concessões a pessoas físicas, em vez de jurídica, e a empréstimos de mais curto prazo para financiamento do consumo.

A alternativa aos investimentos produtivos continuou sendo as instituições públicas de fomento, constantemente impactadas pela elevação dos juros de longo prazo. E não houve nenhuma iniciativa de melhoria para essa concessão. O crescimento ainda continuou pequeno e sem foco, sendo que o mais importante foi o fato de que ele não apresentou nenhuma fonte de pressão aos níveis de preços gerais.

3.7 Relatório de inflação – Ano 2005

3.7.1. Política Monetária

As operações de crédito do sistema financeiro envolvendo recursos livres e direcionados atingiram R\$ 589,8 bilhões em Novembro, com expansão de 19,5% em doze meses, com ênfase nos empréstimos pessoais e para a aquisição de bens duráveis. A demanda do setor produtivo por empréstimos bancários também cresceu, mas a maior parte dos recursos foi direcionada para as pessoas físicas, para o setor rural e para o setor comercial.

No segmento de instituições públicas, o crédito direcionado foi para os setores rural e habitacional e para financiamentos vinculados ao BNDES, direcionados principalmente para a indústria, e depois para os setores rural e habitacional.

Os desembolsos concedidos pelo BNDES totalizaram R\$ 39,7 bilhões, aumentando 12,6% em relação ao ano anterior. Deste total, 51,7% foram destinados à indústria, destacando-se os ramos de máquinas e equipamento, a indústria aeronáutica e a de veículos, seguindo-se o comércio e o setor de serviços. As consultas ao BNDES, que são contabilizadas como demanda potencial para futuros empréstimos, recuaram em relação a 2004, em todos os ramos de atividades. (BACEN, 2005, p.41).

Os recursos para a agropecuária e as contratações das micro, pequena e médias empresas, que representaram 27% do total, tiveram redução no período analisado, principalmente no final do ano. Além disso, o índice de inadimplência aumentou, especialmente com relação aos empréstimos direcionados às pessoas físicas.

Em relação aos agregados monetários, o saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) teve aumento de 10%, devido ao aumento de 11,4% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 9,1% nos depósitos a vista. O agregado M1 cresceu durante todo o ano, principalmente por causa da elevação na concessão de crédito.

Para reduzir os custos operacionais dos exportadores, das instituições financeiras e da autoridade monetária, o BACEN extinguiu através da Circular 3.292 de 21.09.2005, a exigibilidade de

recolhimento compulsório sobre adiantamentos relativos a operações de câmbio (ACC), devolvendo R\$ 143 milhões as instituições financeiras.

No mercado de capitais, as maiores captações envolveram a emissão de debêntures, seguidas pelas ações e notas promissórias, acumulando aumento de 352% em relação as de 2004. Os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) tiveram captação de 183,9% maior do que o ano anterior, ganhando espaço como importante fonte de financiamento para as empresas. (BACEN, 2005, p.47).

Analisando-se a evolução do núcleo da inflação, foi possível identificar que o que elevou o índice cheio foi predominantemente a inflação dos preços administrados e dos alimentos, que acabaram por elevar as expectativas de inflação entre os agentes econômicos. O índice de inflação alcançou um aumento acumulado de 5,05%.

3.7.2 Política Fiscal

Para garantir a manutenção da estabilidade da economia e a austeridade necessária, em Setembro foi promulgada a Lei de Diretrizes Orçamentárias para o ano de 2006, mantendo-se a meta para o superávit primário do setor público consolidado em 4,25% do PIB.

O governo tentou aumentar os níveis de investimentos e emprego, através de incentivos tributários ao setor privado, conforme demonstra a Lei 11.196, de 21 de Novembro de 2005. A lei criou um regime especial de tributação para a plataforma de exportação de serviços de Tecnologia da Informação (TI) e para a aquisição de bens de capital para empresas exportadoras.

A lei visava tornar essas empresas mais competitivas no mercado internacional, na tentativa de aumentar as exportações brasileiras de produtos de maior valor agregado. Foram isentas de pagamento do Programa de Integração Social (PIS) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS), para a compra de máquinas e equipamentos, as empresas que exportassem 80% ou mais de sua produção. Esperava-se que o custo dessas isenções fosse compensado pelo aumento dos investimentos, que deveriam levar ao crescimento da economia no médio e no longo prazo, aumentando novamente a arrecadação. (BACEN, 2005, p.49).

O superávit do setor público não financeiro foi o equivalente a 6% do PIB, melhor resultado desde 1991, frente a uma meta de 4,25%. E os juros nominais apropriados representaram 8,4% do PIB, frente a 7,4% em 2004, devido ao aumento da taxa SELIC, que atingiu, 18,9%. Também a parcela da dívida mobiliária federal indexada ao dólar diminuiu, com a apreciação do Real. Foi reduzida a participação dos títulos indexados ao câmbio, ao mesmo tempo em que aumentou a participação da dívida prefixada, que se situou no patamar mais elevado desde 1998.

Do saldo das operações de mercado aberto realizadas pelo BACEN, para controle da liquidez, 8,2% eram de curtíssimo prazo, 71,2% tinham prazos de 1 a 3 meses e 20,7% de 3 a 5 meses, invertendo a posição de 2003 de 91,6% de curtíssimo prazo e 8,4% com prazo superior a 1 mês. .

A participação da dívida indexada ao câmbio na DSLP decresceu nos últimos anos, com a política de redução da volatilidade da dívida a flutuações na taxa de câmbio, passando para 8,1% nos últimos meses de 2005. O objetivo foi a redução da exposição do setor público a variáveis não controladas pela política econômica. Por isso, a DSLP foi pouco afetada pela apreciação cambial de 32,8% do período. A DSLP teve uma trajetória declinante quando comparada ao PIB, devido ao superávit primário, que contribuiu para a redução de 5 p.p, ao ajuste devido à apreciação cambial de 15,1%, que contribuiu com 1,1 p.p., e ao crescimento do PIB, que contribuiu com 1,7 p.p no ano.

O perfil da DSLP também foi alterado com redução de sua parcela indexada ao dólar, com aumento dos títulos prefixados e indexados à taxa SELIC. A dívida bruta do governo alcançou 74,4% do PIB, enquanto em 2004 essa relação chegou a 75,1%. (BACEN, 2005, p.56).

3.7.3 Política Cambial

Nos primeiros onze meses do ano, tanto as exportações quanto as importações superaram os resultados do ano anterior. As exportações foram 23,1% maiores e as importações 17,2%.

A balança comercial foi superavitária, acumulando US\$ 40,4 bilhões no ano, sendo que as exportações de produtos básicos aumentaram 20,1%, as de semimanufaturados, 18,7%, e as de

manufaturados, 24,7%. Considerando os níveis de preços, apenas no segmento de manufaturados, a quantidade exportada e importada aumentaram mais do que os preços dos produtos. E com relação ao destino, registraram-se aumento das vendas para todas as principais regiões, em comparação aos meses de 2004, com especial crescimento das vendas para a Argentina (35%), para a China (20,5%), para o MERCOSUL e para a Ásia. Já as importações provenientes da Ásia aumentaram 37% e as da China, 44%. (BACEN, 2005, p.71).

Na conta de serviços e rendas, apesar do aumento de 32,6% nas remessas líquidas, registrou-se expansão do superávit em transações correntes, que atingiu US\$ 13,7 bilhões em 2005, superando o acumulado de 2004, de US\$ 11,7 bilhões. As remessas líquidas de viagens internacionais aumentaram e foram superiores aos ingressos líquidos, acompanhando a mudança de patamar da taxa de câmbio nominal de R\$ 2,95/ US\$ para R\$ 2,45 e o crescimento da renda. .

A expansão do déficit na conta de rendas foi explicada pelo aumento de 62,3% nas remessas líquidas de lucros e dividendos que atingiram US\$ 10,4 bilhões de Janeiro a Novembro de 2005, principalmente, por três motivos: o estoque de investimento estrangeiro direto em expansão, a alta lucratividade incidente sobre o estoque de IDE presente no país e a apreciação nominal da taxa de câmbio. Esses acontecimentos impulsionaram a remessa de lucros e dividendos para o exterior. (BACEN, 2005, p.77).

Em 2005, as remessas referentes ao IDE corresponderam a cerca de 74% do valor das remessas de lucros e dividendos totais, complementadas pelas remessas relativas aos investimentos em carteira (*portfólio*). Em termos de segmentação setorial do IDE, até 1998, o setor industrial correspondia a 52% do total. No entanto, a partir de 1998, com as privatizações, o setor de serviços passou a liderar o ranking e atingiu 59% de participação em 2004. O IDE industrial foi importante no aumento das exportações e na rentabilidade dos negócios, com associação positiva entre a participação média das exportações na produção e a taxa média de remessas.

Os indicadores de sustentabilidade da dívida estiveram em situação favorável, por causa do crescimento das exportações, do PIB em dólares e das reservas internacionais, além da diminuição da dívida externa.

No ano, o serviço da dívida se reduziu em 6%, com as exportações crescendo 24,7% e a participação do serviço da dívida nas exportações caindo de 62,4% para 47%. A razão entre a

dívida externa total e as exportações de bens e serviços passou de 2 para 1,4. (BACEN, 2005, p.80).

O coeficiente dívida total/exportações melhorou e recuou de 2,2 em 2004 para 1,6 em 2005, e a relação dívida total líquida/exportações caiu de 1,6 para 1, também no mesmo período. Além disso, registrou-se aumento de 15,2% nas reservas internacionais que contribuiu para a elevação da relação reservas/ dívida total de 24,5% para 31,1%, no ano.

A elevação das remessas líquidas das viagens internacionais e lucros e dividendos, relacionadas à apreciação cambial, foi mais do que compensada pelas exportações e conseqüente superávit comercial. O país conseguiu inclusive liquidar a dívida que tinha com o FMI e o Clube de Paris, reduzindo o risco Brasil. (BACEN, 2005, p.81).

3.7.4 Investimentos

A atividade econômica em 2005 apresentou redução em seu ritmo de crescimento, contrapondo-se à evolução dos indicadores de vendas, de emprego e de investimento, sugerindo a ocorrência de um ajuste de estoques e o impacto da elevação da taxa de juros desde o final de 2004. A elevação da taxa SELIC foi para fazer frente à elevação da inflação, que atingiu 8,1% em Abril de 2005.

A agropecuária também apresentou resultados negativos no final do ano, devido às condições climáticas desfavoráveis e à queda no índice de confiança dos empresários e consumidores, em um ambiente marcado pela incerteza.

No final do ano, as taxas de juros voltaram a cair e a reduzir os custos dos empréstimos no segmento de pessoa física e jurídica, em sua maioria direcionados ao consumo em detrimento do investimento.

O risco país também caiu para o mínimo histórico até 2005 em Dezembro, depois dos superávits comerciais e primários e da redução da inflação, além do pagamento antecipado do total do saldo de 10,789 bilhões de Direitos Especiais de Saques (DES), cerca de US\$ 15,5 bilhões, referentes aos empréstimos adquiridos do FMI, cujas amortizações estavam previstas somente para 2008.

No entanto, depois da trajetória de queda, a inflação voltou a subir no último trimestre do ano, por causa, principalmente, do fim da queda dos preços agrícolas e do reajuste dos preços dos combustíveis. A inflação medida pelo IPCA no acumulado alcançou 6,22%, com elevação também do núcleo de inflação. (BACEN, 2005, p.10).

3.7.5 Oferta Agregada e Produção Industrial

Em relação à agropecuária, foi registrada a elevação durante os nove primeiros meses do ano, com algumas adversidades climáticas nas culturas de milho, café, trigo e laranja. Já nas culturas de feijão, soja, cacau e mandioca, os resultados foram positivos. A pecuária apresentou resultados positivos advindo do aumento das exportações de carnes e derivados. (BACEN, 2005, p.15).

A indústria brasileira, em decorrência da redução do ritmo de crescimento da economia acumulou estoques, ao mesmo tempo em que houve redução da produção de bens de consumo duráveis e semiduráveis, especialmente no segundo semestre.

Houve inclusive uma canalização da demanda interna para bens de consumo não duráveis, por causa do aumento da renda real e do emprego e uma redução no consumo de bens duráveis, devido ao baixo acesso ao crédito e à queda de confiança do consumidor. No mercado internacional, o cenário positivo impulsionou as vendas externas brasileiras, com reflexos na produção interna.

As vendas no varejo foram beneficiadas pelas expectativas favoráveis de controle da inflação pelo crédito e pelo crescimento da renda real. Os setores que apresentaram os melhores resultados em vendas foram os de móveis e eletrodomésticos, tecidos, vestuário e calçados, automóveis e motocicletas. Aumentaram as vendas a prazo e o índice de inadimplência, enquanto as vendas à vista ficaram em sua maioria restritas aos produtos de menor valor. (BACEN, 2005, p.14).

A indústria apresentou desaceleração, com crescimento acumulado de 3% na produção da indústria de transformação e de 10,2% na extrativa. A queda da produção industrial derrubou a

produção de bens duráveis que vinha sustentando os níveis elevados e foi substituída pela produção e consumo de bens não duráveis e semiduráveis.

A produção de bens de capital apresentou desempenho favorável em todos os segmentos, exceto o relacionado à agricultura, refletindo, inclusive, a evolução do comércio exterior, que aumentou as exportações desses bens em 30% no ano.

O desempenho da produção de bens intermediários indicou a possibilidade de ocorrência de substituição de insumos nacionais por importados, dado que sua produção se situou bem abaixo da produção industrial. A competição com produtos importados em alguns segmentos como de vestuário, acessórios têxteis, calçados e artigos de couro, borracha, plásticos e materiais elétricos levou a essa idéia de substituição, já que os preços eram menores e em muitos casos tratava-se de produtos mais competitivos em termos de qualidade.

Os setores mais suscetíveis às exportações foram os que mais se desenvolveram em termos de produção industrial. Além disso, houve queda geral também no nível de utilização da capacidade instalada das indústrias, como resultado da desaceleração da atividade e da maturação dos investimentos. Com a redução da produção, registrou-se conseqüente redução dos estoques, que eram considerados excessivos pelas empresas em muitos setores.

De acordo com a pesquisa de sondagem realizada entre as empresas, houve uma redução do número de empresas que tinham intenção de investir e aumentar sua produção, em relação àquelas que priorizavam o aumento da eficiência e a redução de custos no processo produtivo. A redução de intenções de investimentos incluía, inclusive, as previsões para 2006. (BACEN, 2005, p.20).

3.7.6 Emprego e Rendimentos

De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego média caiu em todas elas, com aumento dos empregos formais. Em ordem decrescente de criação de empregos, estava o setor de serviços, a indústria de transformação, o comércio e a agropecuária.

A elevação do número de postos de trabalho foi acompanhada pela elevação dos rendimentos reais dos trabalhadores, depois de vários anos seguidos de queda. (BACEN, 2005, p.22).

3.7.7 Conclusão

Em 2005, o regime de metas prosseguiu como guia das decisões das demais políticas econômicas nacionais. Com o aumento da liquidez internacional e a melhora no cenário do mercado externo, o ano foi favorável para as exportações, compensando inclusive outros pontos negativos da economia, como a elevação das remessas líquidas para o exterior e a posição do endividamento externo. Além de possibilitar o pagamento das parcelas correspondentes a empréstimos do FMI e Clube de Paris.

Com relação ao mercado de crédito, não foram registradas alterações de perfil em relação aos anos anteriores, nem em relação ao desempenho do mercado de capitais, que se manteve pouco desenvolvido e com pouca atratividade com relação aos investimentos. A política monetária manteve-se estável e bastante preocupada com a elevação do nível de preços da economia, que enfrentava mais uma vez a inércia dos preços monitorados.

A meta de inflação foi alcançada, juntamente com a meta de superávit fiscal, mas a atividade industrial, especialmente, permaneceu no mesmo patamar do ano anterior, apesar de ter aumentado a contratação para empregos formais.

Não houve alteração significativa na pauta de exportação, que continuou com pouca participação dos produtos manufaturados, sem aumento de valor agregado. Com isso, a pauta exportadora brasileira continuava forte em quantidade e fraca em preços, além de bastante vulnerável a variações no cenário internacional.

O mix de políticas econômicas, mais uma vez alcançou indicadores importantes para o Brasil, que demonstraram redução da vulnerabilidade e do risco-Brasil, mas continuou sem dar o foco devido para a atividade industrial nacional e sem alterar nossa base de sustentação do crescimento.

3.8 Relatório de inflação – Ano 2006

3.8.1 Política Monetária

Em relação à concessão de crédito, registrou-se um aumento de 21,4%, mas o maior direcionamento continuou sendo para o consumo das famílias, em especial os consignados em folha de pagamento, sem avanço significativo nos empréstimos direcionado às empresas. Isso porque os empréstimos para pessoas físicas continuaram apresentando maiores *spreads* para as instituições financeiras.

Os financiamentos e empréstimos para o setor produtivo continuaram sendo uma questão delicada no Brasil, sem alternativas adequadas às necessidades das empresas, que permaneceram sem opção. Isso porque não possuem acesso a um sistema bancário que lhes possa conceder recursos em condições competitivas, nem a um mercado de capitais desenvolvido a que possam recorrer. Restam apenas os acessos ao mercado internacional de crédito disponível preponderantemente para as filiais de multinacionais no Brasil, ou financiamentos via emissão de debêntures e notas promissórias.

Juntamente com a elevação do crédito, registrou-se aumento do índice de inadimplência, especialmente junto aos consumidores.

Os desembolsos do BNDES aumentaram 3,8% em relação a 2005, com crescimento de 6% para a indústria, apesar da redução dos créditos destinados aos segmentos agropecuário, e micro e pequenas e médias empresa. Segmento que mais demanda apoio em termos de recursos financeiros, já que empresas maiores, conseguem, apesar das dificuldades, acesso a outras alternativas.

Depois de dois anos de estagnação, os financiamentos concedidos para o segmento habitacional aumentaram 116% em relação ao ano anterior. Houve avanço na utilização dos mecanismos de alienação fiduciária pelas instituições financeiras, reduzindo o prazo de recuperação do imóvel inadimplente e destacaram-se os novos instrumentos de captação de recursos destinados aos financiamentos imobiliários, que concorreram para o desenvolvimento do Sistema Financeiro (SFI), como por exemplo, a Letra de Câmbio Imobiliária (LCI) e a Cédula de

Credito Imobiliário (CCI). Outra medida que favoreceu o segmento foi a que concedeu `as instituição financeira critérios alternativos para as aplicações obrigatórias em financiamentos imobiliários. Pode-se citar como exemplo, o cumprimento da exigibilidade mínima de 65% das captações em caderneta de poupança que poderia ser substituído.

Além disso, passou a ser possível o desconto em folha de pagamento dos financiamentos adquiridos por trabalhadores para aquisições de moveis residenciais, além da desoneração tributária do segmento de construção civil, contemplando a redução do IPI para materiais de construção destinados a população de baixa renda e a inclusão de empresas de construção civil na Lei Geral das Micro e Pequenas Empresas.

E com relação a inflação, no ano, a inflação medida pelo IPCA apresentou redução e ficou dentro da meta estipulada para o ano, com valor central de 4,5% a.a, depois de muito tempo sem atingi-la.

3.8.2 Política Fiscal

Em relação ao setor público, a meta de superávit primário estabelecida para o ano foi cumprida e contribuiu para manter a trajetória declinante da relação Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e o PIB. Contribui para esse resultado, o desempenho das receitas que aumentaram de 40% para 60% provenientes do repasse da arrecadação do Regime Geral da Previdência Social e a maior formalização do mercado de trabalho. Também registraram aumento as arrecadações do ICMS (7,4%) e do Imposto de Renda (7,4%). Além disso, com a redução da taxa SELIC ao longo do ano, os juros da dívida também se reduziram, apesar da elevação do seu estoque. A dívida mobiliária federal elevou-se de 49% para 50,4% do PIB. (BACEN, 2006, p.60).

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou 49,5% do PIB, como o menor percentual desde 2001 e com trajetória decrescente desde 2003. Como principais determinantes da redução da DLSP estavam o superávit primário e o efeito do crescimento do PIB valorizado. Enquanto que o total de juros nominais apropriados foi o principal fator para o aumento da relação (6,4 p.p do PIB).

A estrutura de risco da dívida também melhorou com o aumento da proporção de títulos prefixados e vinculados a índices de preços, que passaram a representar 57,6% do total, frente aos 30,7% de 2004. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), incluindo o governo federal, o INSS e os governos regionais também caiu, saindo de um patamar de 74,7% para 71,8% do PIB.

3.8.3 Política Cambial

No setor externo, a balança comercial atingiu superávit de US\$ 45,4 bilhões em doze meses, o superávit em transações correntes alcançou estabilidade em torno de 1,5% do PIB, contribuindo para a obtenção do superávit do balanço de pagamentos de US\$ 27,4 bilhões. A elevação do superávit acumulado em transações correntes foi decorrente da elevação do superávit comercial e da redução do déficit na conta de rendas (elevação de juros sobre os haveres brasileiros no exterior e crescimento das reservas internacionais), apesar o déficit na conta de serviços.

Durante 2006, em relação ao ano anterior, houve uma elevação das reservas internacionais, ampliação do saldo positivo do mercado de câmbio contratado e redução do déficit na contratação de câmbio financeiro, contribuindo para que o Tesouro Nacional prosseguisse com as aquisições de recursos em mercado para sua dívida externa e manutenção do programa de recompras de títulos de emissão da República. P.79. O comportamento das contas externas brasileiras refletiu as condições internacionais favoráveis de elevada demanda e liquidez.

3.8.4 Investimento

O ano foi marcado pela expansão da demanda interna identificada pelo crescimento das vendas do comércio, aumento dos gastos com investimentos, principalmente no setor de construção civil. Também se registrou aumento nas importações de bens de capitais e melhoras nos indicadores de investimento e da formalização do mercado de trabalho, com desempenho favorável no setor de construção civil, seguido pelo comércio e serviços, e por último pela indústria. Além do crescimento das contratações, e aumento na formalização do mercado de

trabalho, os rendimentos reais, depois de quedas sucessivas, voltou a subir. No entanto, o mesmo desempenho não foi verificado na produção industrial, que apesar de não ter permanecido estagnada, não teve o mesmo sucesso constatado no alcance das metas nominais estabelecidas na área monetária, fiscal e cambial.

Os investimentos aumentaram, mas permaneceram em patamares reduzidos, se for considerado que tratava-se de um ano de condições internacionais favoráveis em termos de liquidez e demanda agregada. Isto significa que a expansão obtida poderia ter sido bem maior se não fossem os entraves encontrados nos canais de crédito, emprego, demanda interna, rendimentos reais e taxa de juros elevadas, quando comparadas a de outras economias emergentes.

As taxas de juros praticadas no Brasil foram maiores, inclusive que a de muitos países desenvolvidos, onde a probabilidade de se ter uma inflação de demanda era muito maior do que no Brasil. Essa restrição continuou dificultando a expansão do setor produtivo, que mais uma vez, não teve o crescimento esperado e sofreu com as condições de financiamentos escassas e custosas.

Pode-se dizer que a economia teve um ganho em termos de confiança em seus indicadores nominais de sustentabilidade, reduzindo sua dívida interna e externa, não mais dependendo de empréstimos de organismos internacionais, aumentando suas importações e exportações, mas não se pode dizer o mesmo para a base de seu crescimento sustentável que depende do crescimento do setor produtivo.

Nossas exportações não melhoraram o suficiente em termos de maior valor agregado, e continuaram sendo prejudicadas pela redução dos termos de troca no comércio internacional, aumentando a quantidade exportada mais do que os preços dos produtos exportados. Enquanto que as importações aumentavam em preço e em quantidade, sendo acompanhadas pelo crescente envio de remessas de lucros e dividendos ao exterior.

Não se pode negar que os indicadores nominais de sustentabilidade são importantes, mas não se pode atribuir somente a eles a sustentabilidade de uma economia inteira, pois isso depende de muito mais. Depende de variáveis reais que não foram acompanhadas e enfatizadas conforme deveriam e conforme foram as variáveis nominais. Essa situação também não esteve de acordo com os princípios pós-keynesianos de política econômica. Os resultados em termos de economia

real foram muito aquém do que se poderia obter se comparado, inclusive, ao que foi obtido por outros países com iguais condições do Brasil em um cenário internacional favorável.

CONCLUSÃO

O Regime de Metas de Inflação foi adotado no Brasil em meados da década de 1990 para substituir o regime monetário vigente, cuja continuidade tornava-se insustentável em um cenário de crises financeiras e alta volatilidade do mercado de capitais que ameaçava a estabilidade do câmbio semi-fixo. O BACEN não tinha mais reservas cambiais para conter a flutuação do câmbio e poderia ter sérios problemas de inflação, caso a situação fugisse do controle.

Na época, diversas economias desenvolvidas e em desenvolvimento já haviam adotado o regime de metas, flexibilizando suas taxas de câmbio e estabelecendo metas para a inflação, manipulando a taxa de juros e impondo controles fiscais para as contas públicas. A premissa de que a taxa de inflação seria controlada através da elevação da taxa de juros foi adotada, independente de suas causas, acreditando que o controle da inflação era a meta mais importante da economia para a sociedade. Essa premissa pode ser confirmada através das medidas adotadas no próprio regime, já que os indicadores e metas nominais juntamente com o controle da inflação eram consideradas as variáveis mais importantes e cujo controle deveria ser realizado com atenção e acima de qualquer outro resultado.

As premissas acima foram adotadas no Brasil e as metas foram estabelecidas e perseguidas a todo custo, mesmo que a austeridade monetária exigida não compensasse em termos de crescimento econômico. O que realmente aconteceu no período analisado neste trabalho.

Apesar dos benefícios em termos de controle da inflação verificado com a adoção do regime, os resultados em termos de crescimento econômico foram pequenos e não abrangeram os mesmos resultados obtidos com a estabilização dos preços. Se o objetivo da política monetária de metas era apenas o controle da inflação é possível dizer que ela atingiu o seu objetivo, pois apesar de as metas não terem sido atingidas em todos os anos, a inflação ficou sob controle.

No entanto, sem desconsiderar a importância do controle inflacionário em uma economia, não se pode dizer que ela é a única variável que importa, já que o crescimento sustentável de uma economia não depende apenas dos níveis de preços. Depende do desempenho de variáveis reais como o emprego, crescimento do produto, mercado de crédito disponível e acessível para suprir as necessidades das empresas, de investimentos e da criação de um ambiente favorável em termos

de rentabilidade futura para os investimentos. E esses desenvolvimentos o regime de metas não conseguiu obter com o mesmo sucesso.

A elevada e persistente elevação dos juros foi mantida durante todo o tempo e independente dos resultados sobre a economia real. O cenário de crédito ficou prejudicado, porque além da elevação dos juros, elevavam-se também os recolhimentos compulsórios sobre os depósitos dos bancos junto ao BACEN, para que a liquidez que pudesse haver na economia e pudesse estimular a demanda agregada e conseqüentemente a inflação, fosse controlada e mantivesse as variáveis nominais sobre controle. E não permitiu a atuação do Estado na economia, através das políticas públicas, pois se encontrava amarrado em metas ambiciosas de superávit primário, refletidas em cortes de custos e aumento de receita.

Prejudicadas com relação ao crédito, as empresas mantiveram-se cautelosas em relação aos investimentos futuros e reduziram seus investimentos produtivos, incluindo as contratações de funcionários. Os rendimentos reais dos empregados e empregadores caíram durante o período, inclusive entre os empregados com carteira assinada, aumentando a informalização do mercado de trabalho e reduzindo o consumo de bens e serviços sensíveis a variações na renda.

As elevações de consumo que ocorreram no período foram estimuladas pela elevação do crédito e não da renda, e foram em determinados setores sensíveis a variações de crédito, aumentando o índice de inadimplência e prejudicando a economia.

Com exceção dos anos de 2001 e 2002 que foram anos de crise econômica internacional e desaquecimento das economias em geral, o Brasil perdeu a oportunidade de crescer acima do realizado, devido à austeridade monetária e fiscal praticadas no país, em um ambiente de elevada demanda agregada e liquidez no exterior.

A política monetária de metas de inflação estabeleceu metas para a taxa de juros e para outras políticas econômicas, como a fiscal e cambial, montando uma coordenação entre elas, mas apenas em prol do controle da inflação. A coordenação de políticas econômicas não foi suficiente para alavancar o crescimento econômico do país, pois não era a sua preocupação explícita.

O objetivo deste trabalho de analisar as condições e características do regime de metas de inflação e a coordenação existente entre suas políticas foi atingido, à medida que foi identificado que essa coordenação não era condizente com a defendida pela teoria pós-keynesiana que priorizava acima de tudo medidas econômicas não contrárias ao crescimento da economia e que de fato combatem as causas da inflação. A inflação antes de ser combatida deve ser estudada e ter

suas causas reais identificadas, para que o combate seja feito com os instrumentos e medidas adequadas, sem o resfriamento da economia como um todo.

O combate da inflação via elevação da taxa de juros em uma economia como a do Brasil que está longe de ser causada por excesso de demanda, é realizado através do resfriamento da economia, atingido apenas seus efeitos e não suas causas.

A manipulação da taxa de juros é eficaz apenas no combate da inflação de demanda, enquanto que em países emergentes, como o Brasil, a inflação tem suas origens preponderantemente nas elevações de custos e problemas no lado da oferta. Por isso, as medidas de combate devem ser diferente da manipulação da taxa de juros, que em vez de resolver o problema definitivamente, pode originar outros ainda piores, como o aumento do desemprego e queda nos investimento e na produção.

Com isso, a conclusão obtida com esse trabalho, é de que o regime de metas atingiu seu objetivo de estabilização dos preços, sem contribuir mais profundamente na resolução de outros problemas estruturais da economia igualmente importantes e essenciais para um crescimento sustentável. Até porque esses não eram mesmo os seus objetivos.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ARESTIS, P. *et alli.*. Assessing the inflation Targeting Regime in Brazil.

ARESTIS, P.; PAULA, L.F.R, FERRARI, F. F. Inflation Targeting in emerging countries: the case of Brazil. In: ARESTIS, P.; SAAD, F. A.(Org). Political Economy of Brazil: Recent Economic Performance. Basingstoke: Palgrave Macmilliam, 2008.

.BOGDANSKI, J. TOMBINI, A.A e WERLANG, S.R.C. **Implementing Inflation in Brazil.** Working Paper Serie, 2000. p.1-29.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política.** São Paulo, v.22, n.3 (87), p.146-180, jul-set. 2002.

CARVALHO, F. C de. A influência do FMI na Escolha de Políticas Macroeconômicas em uma Economia Emergente: o caso do Brasil. **Agenda Brasil:** Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços. Barueri, SP. Manole: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

_____. **Teoria e Política Monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil.** Econômica, Rio de Janeiro, v. 06, n.2, p. 315-334, dez. 2004.

_____. **A Política Macroeconômica Brasileira:** uma avaliação e alternativas, 2006.

DAVIDSON, P. Can or should, a Central bank inflation target?. **Journal of Post Keynesian Economics.** v.28, n.4, Summer 2006, p. 689-703.

DELFIN NETTO, A .; GIAMBIAGI, F. O Brasil precisa de uma agenda de consenso. **Boletim de Conjuntura,** Rio de Janeiro, n.71, p.89-97, dez. 2005. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/pub>>. Acesso em: 10 out. 2006.

FARHI, M. **Análise comparativa do regime de metas de inflação:** *pass-trrough*, formatos e gestão nas economias emergentes. Texto para discussão, IE/UNICAMP, n.127, jul, 2007.

FERRARI, F. F. et alli. Proposta de Regime Cambial para a Economia Brasileira. **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. Barueri, SP. Manole: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

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

FRIEDMAN, M. O papel da Política Monetária. In: CARNEIRO, R. (Org.). **Os clássicos da Economia**. 1.ed. São Paulo: Editora Ática, 1997. p. 254-270.

GIAMBIAGI, F.; CARVALHO, J. C. As Metas de Inflação: Sugestões para um Regime Permanente. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 25-45, jul-set. 2002.

HERMANN, J. (2004). O Trade-Off do Crescimento no Brasil nos anos 1990-2000: análise crítica e alternativas de política monetária. **Econômica**, v.6, n.2, p.261-289, dez. 2004.

LIBÂNIO, G. A. **Temas de políticas monetárias**: uma perspectiva pós – keynesiana. Texto para discussão n. 229, Belo Horizonte, UFMG, CEDEPLAR, 2004.

MENDONÇA, H.F de. **Coordenação de Políticas Macroeconômicas: Implicações para o caso brasileiro**. 2000, 85f. Trabalho de Monografia. ESAF, Brasília, 2000. Monografia vencedora em 3º lugar no V Prêmio Tesouro Nacional, Ajuste Fiscal e dívida Pública, Miguel Pereira, Rio de Janeiro, 2000.

_____. Metas para a taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.22, n.1 (85), p.34-51, jan-mar.2002a.

_____. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.22, n. 3, p.46-64, jul-set. 2002b.

_____. Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de duas estruturas para estabilização. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.23, n.1, p. 109-120, jan-mar. 2003.

MENDONÇA *et alli*. **A Determinação da taxa de juros em uma Economia sob Metas para a Inflação: o Caso Brasileiro**. 2004.

MONDENESI, A . de M. **Regimes Monetários** – Teoria e Experiência do Real. São Paulo: Editora Manole, 2005.

MISHKIN, S. F.; BERNANKE, B.S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. **Journal of Economic Perspectives**. V.11.n.2, 1997.

MOOSA, I. A . On the costs of inflation and unemployment. **Journal of Post Keynesian Economics**. v.19, n.4, Summer, 1997. p.651-668.

NOGUEIRA da C., F. **Meta Inflacionária, juros e preços no varejo brasileiro**. Texto para Discussão n.82, IE/UNICAMP, Campinas, Jul. 1999.

OREIRO, J. L. Autonomia de política econômica, fragilidade externa e equilíbrio do balanço de pagamentos. A teoria econômica dos controles de capitais. In: **Economia e Sociedade** – Campinas, v.1, n. 1, p. ago. 2004.

OREIRO, J. L. ; PASSOS, M. **Governança da Política Monetária Brasileira: Análise e proposta de mudança**. 2005. Disponível em: <<http://www.Economia.ufpr.br/publica/texto>>. Acesso em: 20. Out. 2006.

OREIRO, J. L. *et alli*. Fluxos e Controles de Capitais no Brasil:Avaliação e Proposta de Política. In: **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. Barueri, SP. Manole: Fundação Konrad Adenauer, 2003a.

OREIRO *et alli*. Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. Barueri, SP. Manole: Fundação Konrad Adenauer, 2003b.

PALLEY, T. I. **A Post Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are Not Enough**. Paper presented at a conference on Monetary Policy held at the Council on Foreign Relations, New York, 2002, p.81-101.

PIRES, M.C. de C. Credibilidade na Política Fiscal: uma análise preliminar para o Brasil. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 10, n.3, jul-set. 2006(b).

_____. Regimes Monetários e Dívida Pública: Uma Análise de Mecanismos Alternativos de Coordenação Macroeconômica. **Análise Econômica**, 2006(a).

SICSÚ, J. Uma crítica à Tese de Independência do Banco Central. **Nova Economia**, Minas Gerais, v. 6, n.2, p. 133-142, 1996.

_____. **Reputação das Autoridades Monetárias e Credibilidade das suas Políticas: uma abordagem pós-keynesiana**. Est. Econ., São Paulo, v. 27, n.1, p.5-27, Janeiro-Abril 1997. (do instituto de Economia da UFRJ).

_____. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionarias. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 1, p.23-33, jan.-mar. 2002a.

_____. **Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: Uma proposta Pós-Keynesiana**. 2002b.

_____. **Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro**. Set. 2002c.

_____. **A alternativa ao Regime de Metas de Inflação não é a sua Flexibilização: uma contribuição aos críticos da política econômica do Governo Lula**. 2004.

SICSÚ, J. OLIVEIRA, S. Castro de. Taxa de Juros e Controle da Inflação no Brasil. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L., PAULA, L.F. (org). **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. Barueri, SP. Manole: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

SILBER, D. S. **Mudanças Estruturais na Economia Brasileira (1988-2002): Abertura, Estabilização e Crescimento**. 2002. Disponível em: <<http://www.usp.br/prolam/simao>>. Acesso em 12 out. 2006.

WRAY, R. L. Deficits, Inflation and Monetary Policy. **Journal of Post Keynesian Economics**. v.19, n. 4, Summer, 1997, p.543-668.

PERIÓDICOS

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, BACEN, Dez.1999.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, BACEN, Dez.2000.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, BACEN, Dez.2001.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, BACEN, Dez.2002.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, BACEN, Dez.2003.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, BACEN, Dez.2004.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, BACEN, Dez.2005.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, BACEN, Dez.2006..

SICSÚ, J. Sete Pecados Capitais. **Revista Carta Capital**. Rio de Janeiro, jan.2009. p.26-27.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)