

ANÁLISE DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E DA TAXA DE JUROS DURANTE O GOVERNO LULA.

Diogo Del Fiori¹
Marcos Paulo Menezes Monteiro²
Leonardo Coviello Regazzini³
Paulo Berti de Azevedo Barros⁴
Luiz Roberto Coelho Nascimento⁵

RESUMO: O presente trabalho tem por objetivo fazer uma análise descritiva acerca do desempenho do regime de metas de inflação e da taxa de juros Selic praticada durante o Governo Lula, juntamente com o desempenho do PIB no período de 2003 a 2010. Para alcançar tal finalidade, se demonstrará a trajetória das principais variáveis de política monetária: Variação da Selic, cumprimento do regime de metas de inflação e comportamento do PIB. Também constarão dentro do campo de análise fatores relevantes para o cenário macroeconômico (safras agrícolas, liquidez externa etc). Foi realizado um trabalho de cunho descritivo que utiliza a pesquisa bibliográfica como processo metodológico. Constata-se nesse período o cumprimento do regime de metas de inflação e o comportamento cadente da Selic, condicionada, no entanto, à liquidez externa e elevações ocasionais diante de pressões de demanda (descompasso entre oferta e demanda), impactando negativamente o comportamento do PIB.

Palavras chave: Metas de Inflação; taxa de juros Selic; Governo Lula.

ABSTRACT: The purpose of this paper is to make a descriptive analysis about the performance of the regime of inflation targeting and the Selic interest rate practiced during the Lula Government, together with the performance of GDP in the period from 2003 to 2010. To achieve this purpose, will demonstrate the trajectory of the main monetary policy variables: Selic Variation, compliance with inflation targeting regime and GDP behavior. Also relevant to the macroeconomic scenario (agricultural crops, external liquidity, etc.) will be included within the analysis field. A descriptive study was carried out that uses bibliographical research as a methodological process. In this period, it is possible to observe the inflation targeting regime and the falling behavior of Selic, conditioned, however, by external liquidity and occasional rises in the face of demand pressures (supply-demand mismatch), negatively impacting GDP behavior.

Keywords: Inflation Goals; Selic interest rate; Government Lula.

Data da submissão: 17-06-2019

Data do aceite: 19-01-2020

1 INTRODUÇÃO

Historicamente, o Brasil promoveu seu crescimento a partir de um financiamento inflacionário (BAER, 2009), que acabou por condenar o país a uma grave crise econômica, iniciada a partir da crise de 1979 com o segundo choque do petróleo e a recessão nos Estados Unidos (LACERDA ET AL, 2010). Anteriores ao Plano Real, os planos Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990), Collor II (1991), falharam na promoção da estabilidade econômica do país, devido a inequívoca prática de congelamento de preços aliado à carência de um mecanismo de ruptura do sistema de indexação da economia, e principalmente, ao fato de não promoverem um ajuste fiscal que

¹ Professor Universidade Federal do Amazonas (UFAM).

² (Economista-UFAM).

³ Professor Adjunto, departamento de Economia da Faculdade de Estudos Sociais - UFAM.

⁴ Professor Adjunto, departamento de Economia da Faculdade de Estudos Sociais - UFAM.

⁵ Professor Associado, departamento de Economia da Faculdade de Estudos Sociais - UFAM.

desarmasse as pressões inflacionárias (BAER, 2009). No entanto, o sistema de âncoras cambiais (medida essencial do Plano Real) se revelou impróprio para o país no contexto da crise asiática (1997) e da crise russa (1998), que por efeito contágio, provocou ataques especulativos ao país, forçando-o a buscar outros meios de controle da inflação. De fato, após a liberação da flutuação da taxa de câmbio e alta do dólar (passando de R\$ 1,20 para R\$ 2,00 em menos de 45 dias), com o economista Armínio Fraga a frente do Ministério da Fazenda, o país adotou o Regime de Metas de Inflação (GIAMBIAGI ET AL, 2011).

No período que antecede a implementação do Plano Real, a década de 1980 e a primeira metade da década de 1990 mais especificamente, o Brasil passou por um período de instabilidade de preços e a dificuldade da economia crescer. Dessa forma, o consenso entre os economistas e formuladores de políticas econômicas era que o país não conseguiria alcançar a retomada do crescimento da economia sem que houvesse políticas de estabilização tanto fiscal como monetária.

No contexto do Plano Real (1994), o Brasil adotou o regime de ancoragem cambial em sua política monetária para o combate à rígida inflação da época, na esperança de que os níveis de inflacionários do país convergissem aos níveis internacionais (BAER, 2009). Com os ataques especulativos que o país sofreu após a crise asiática (1997) e a crise da Rússia (1998), o sistema de âncoras cambiais aliado a altas taxas de juros se revelou pouco eficiente no combate à inflação (a despeito de seu sucesso inicial durante a implantação do Plano Real), com a nomeação de Armínio Fraga para o cargo de Ministro da Fazenda, o Brasil adotou o Regime de Metas de Inflação. Constituindo-se de um regime no qual o Banco Central se compromete em manter a inflação controlada dentro de níveis previamente estabelecidos (e anunciados publicamente), o Regime de Metas de Inflação necessita que seja do conhecimento do público as metas numéricas de médio prazo para a inflação e que ocorra o comprometimento do Bacen para com o cumprimento destas, priorizando sempre a estabilidade monetária. O principal instrumento de transmissão da política monetária constitui-se da taxa de juros de curto-prazo.

Desse modo, a Selic assume papel importantíssimo no regime de metas de inflação. Tendo substituído a âncora cambial no controle à inflação e com a consolidação da estabilidade de preços, a expectativa era que a Selic fosse sendo substancialmente reduzida, convergindo para a média de taxas de juros a nível internacional (GIAMBIAGI ET AL, 2011), o que de fato não veio a ocorrer nos anos posteriores, segundo Modenesi (2010, p. 22).

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 OS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO DA MOEDA BRASILEIRA – DO CRUZADO À CRISE CAMBIAL DE 1999.

2.1.1 Plano Cruzado

Durante esse período, se tornou consenso a necessidade de desindexação da economia, não havendo, porém, uma solução única entre os diversos teóricos. O grande desafio entre eles era compreender o porquê da inflação se manter de maneira tão estável em determinado patamar (o que veio a ser chamado de inflação inercial). Para isso, diversos economistas (com diferentes orientações teóricas) passaram a estudar e propor diferentes medidas para solucionar o caso, com destaque para Francisco Lopes, Bresser-Pereira e Nakano, André Lara Resende e Pêrsio Árida, dentre outros (GIAMBIAGI ET AL, 2011). Segundo Giambiagi et al (2011) e Lanzana (2002), esse plano teve como principais medidas:

- 1) Reforma Monetária e Congelamento: cujo objetivo era criar uma moeda com credibilidade; permitir intervenção nos contratos devido à inserção de uma nova moeda; o congelamento dos preços a partir do dia 28 de fevereiro de 1986, tendo como referência a “Tabela da Sunab” (Superintendência Nacional de Abastecimento e Preços).
- 2) Desindexação da Economia: Ficou terminantemente proibido a indexação de contratos com prazos inferiores a um ano. As obrigações financeiras passaram a ser denominadas na velha moeda (cruzeiro),

que era então desvalorizado diariamente em relação a moeda vigente através de uma *tablita* de conversão, a aproximadamente 0,45% ao dia (média diária da inflação apurada entre dezembro de 1985 e fevereiro de 1986). Essa medida tinha como objetivo resolver o problema da memória inflacionária introduzida nas obrigações financeiras.

- 3) Índice de Preços e Caderneta de Poupança: o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor) passando a se chamar IPC, que teve seu período de apuração deslocado. Com essa medida, o governo buscou eliminar da contagem a inflação do mês de fevereiro. Além disso, as cadernetas de poupança passaram a contabilizar os rendimentos trimestralmente, ao invés de mensalmente, para evitar o fenômeno de ilusão monetária.

No entanto, essa aceleração do consumo se deu em momento em que a demanda já estava aquecida, visto o crescimento industrial do ano anterior, segundo Baer (2009, p. 172) “uma vez que ele [Plano Cruzado] resultou de um excesso de demanda agregada ou da insuficiência da oferta agregada, o Plano não seria suficiente para controlar a inflação permanentemente”.

2.1.2 Plano Bresser e Verão

O Plano Bresser-Pereira teve como princípio promover um choque deflacionário, porém, buscando evitar os erros do Plano Cruzado (GIAMBIAGI ET AL, 2011). O diagnóstico da inflação se definiu como de demanda e inercial, logo, o plano se concebeu híbrido por conter elementos ortodoxos e heterodoxos. Em síntese, o Plano Bresser buscou de acordo com Lanzana (2002, p. 141) “aumentar a rentabilidade da exportação (por meio do câmbio) e reduzir a demanda interna”

Também se estabeleceu o corte de gastos públicos, aumentos de tarifas, eliminação de subsídios em certos setores, como o de trigo, e aumento de preços administrados como o de eletricidade, combustíveis, aço, telefone entre outros, para assim evitar a defasagem de preços (GIAMBIAGI ET AL, 2011). Em conjunto, pelo lado heterodoxo, foi decretado o congelamento de preços assim como no plano Cruzado. Porém, para que se estabilizasse os preços através do congelamento, se congelou a princípio a totalidade de preços por três meses, havendo em seguida a flexibilização do congelamento, para que então se propiciasse o descongelamento total. O Plano Bresser teve sucesso nos primeiros meses de implantação, porém não reduziu a inflação próxima de zero (mesmo porque não pretendeu). Fato é que após o fracasso do Plano Cruzado, o congelamento de preços não foi respeitado. O temor com novas remarcações de preços ocasionou aumentos preventivos por parte dos agentes econômicos. Aliado a isso, acordos salariais firmados entre agentes do funcionalismo público inviabilizaram a redução do déficit público, a insatisfação popular para com a reforma tributária fez com que o ministro Bresser-Pereira pedisse demissão (LACERDA ET AL, 2010).

2.1.3 Planos Collor I e Collor II

Lançado em 15 de março de 1990, pelo lado monetário o Plano Collor I readotou o Cruzeiro como padrão monetário, em conjunto com o congelamento de preço de bens e serviços, congelamento que pouco foi respeitado e, portanto, não caracteriza o programa. Na área financeira, a maior (e polêmica) mudança foi o sequestro da liquidez, onde todas as aplicações financeiras que ultrapassassem o limite de NCr\$50000 foram bloqueadas por um prazo de 1 ano e 6 meses.

Pelo lado fiscal, ocorreu aumento de arrecadação por meio de novos tributos, aumento do Imposto Sobre Produtos Industrializados (IPI), Imposto sobre Obrigações Financeiras (IOF) entre outros; redução de prazos de recolhimento; suspensão de benefícios e incentivos fiscais não garantidos pela Constituição além de medidas de combate a sonegação; reduziu o número de ministérios de 23 para 12.

Para além das críticas ao plano oriundas do desconforto da sociedade, visto as fortes medidas recessivas, o plano recebeu diversas críticas de cunho teórico, onde a sua maior falha teria sido confundir fluxo com estoque de

moeda. Ou seja, por mais que com o confisco de liquidez da economia, o governo neutralizasse o estoque de moeda indexada, o fluxo de moeda (visto que o fluxo que era o responsável pela criação do processo inflacionário) mantinha as taxas de inflação devido as operações de *go around* (que consistia na compra e recompra dos títulos públicos por parte do Banco Central, para avaliar o mercado interbancários) (PASTORE, 1990).

O Plano Collor I logrou êxito em diminuir os índices de inflação de 80% ao mês para a ordem 10%, no entanto, esta se acelerou ao longo do ano, ocasionando a substituição de Zélia Cardoso de Mello por Marcílio Marques Moreira no Ministério da Fazenda. Em fevereiro de 1991, foi lançado o Plano Collor II, com o intuito de conter a inflação que registrava a taxa de 20% ao mês (GIAMBIAGI ET AL, 2011).

2.1.4 Plano Real

Planejou-se o Plano Real em três fases distintas. A primeira fase a princípio, tinha como objetivo promover um forte ajuste fiscal para o equilíbrio das contas do governo, visto que esta passou a ser visto como causa principal da inflação. Segundo Pohlmann e Triches (2008, p. 23) “o objetivo proposto era o de equilibrar o orçamento governamental, ou seja, os gastos deveriam ser iguais ao que fosse arrecadado, sem a emissão de títulos e moeda ou geração de receitas advindas do processo inflacionário”. Para isto, se formulou o Programa de Ação Imediata (PAI) e o Fundo Social de Emergência (FSE), buscando abrandar a excessiva rigidez dos gastos da União ditada pela Constituição de 1988, através da redefinição da relação da União com os Estados e do Banco Central com Bancos Estaduais e Municipais. Essas reformas se revelaram prioritárias devido à tese de que a demanda por recursos orçada vinha sendo muito maior do que realmente se necessitava (BACHA, 1994) apud (GIAMBIAGI ET AL, 2011).

De acordo com Pohlmann e Triches (2008, p. 28) “instituiu-se um sistema bi-monetário em que a URV se tornou uma unidade de conta. As transações eram efetuadas em cruzeiros reais, e a inflação persistia, mas não na unidade de conta que era corrigida pela própria inflação da moeda CR\$”. Restando por fim o resgate da função de reserva de valor da moeda no final do plano (GIAMBIAGI ET AL, 2011).

A fase três do Plano Real se assentou na Medida Provisória (MP) 542, onde se buscava o lastramento da oferta monetária doméstica em reservas cambiais, na equivalência de R\$ 1 por U\$ 1 (GIAMBIAGI ET AL, 2011). O comportamento pós-introdução da âncora pode ser verificado, *ceteris paribus*, na redução abrupta e imediata da inflação, seguido do movimento da inflação doméstica aos padrões internacionais, representado pela queda suave e contínua das taxas. De fato, espera-se justamente que o nível de inflação doméstica entre em convergência com os níveis internacionais. (LACERDA ET AL, 2010). A próxima subseção aborda a crise cambial de 1999, e os fatores que orientaram o governo para adoção do Regime de Metas de Inflação.

2.2 PÓS PLANO REAL A CRISE CAMBIAL

Posteriormente, as mudanças na dinâmica da economia brasileira advinda do governo Collor (abertura comercial), aliado a queda nas taxas de investimento agregado nos anos 1980, a redução das alíquotas tarifárias e o dólar barato, estimularam o aumento das importações e tornou a exportação um mau negócio. Certamente, entre 1995 e 1998 ocorreu um progressivo desgaste da âncora cambial como instrumento básico de política econômica, visto os problemas que se tornaram evidentes e onerosos, como a deterioração da conta corrente e o aumento dos passivos externos do país e a necessidade de compensar esse déficit a partir da atração da entrada de capital externo com o uso de elevadas taxas de juros, e conseqüentemente a despesa financeira advinda dessa prática (GIAMBIAGI ET AL, 2011).

De fato, a combinação de déficits em conta corrente com elevadas taxas de juros reais poderia ser praticada enquanto houvesse um ambiente externo favorável, em que o resto do mundo se sentisse atraído para financiar o Brasil. No entanto, com as crises externas, e quando os credores internacionais deixaram de ver a dívida pública brasileira como um negócio atrativo, a rolagem desta passou a ocorrer por meio de taxas proibitivas.

As crises foram a do México em 1994, a segunda a dos países da Ásia (Tailândia, Coreia do Sul, Indonésia e Malásia) em 1997, e a da Rússia em 1998. Estas três crises afetaram a atratividade do Brasil por “efeito contágio”, visto a similaridade do Brasil com esses países, como emergentes. Após a moratória da Rússia em 1998, o Real sofreu três ataques especulativos, afetando gravemente a eficiência das altas taxas de juros praticadas no país, além de agravar gravemente a situação fiscal, em suma o instrumento monetário se exauriu.

Com o ceticismo do mercado para com o Brasil, em relação a uma futura desvalorização do real aliado a rejeição do Congresso para com a contribuição previdenciária dos servidores públicos inativos, o aumento do pessimismo externo, a desvalorização cambial se tornou inevitável, indo de R\$ 1,20 para R\$2,00 em 45 dias. A situação mudou com a nomeação de Armínio Fraga para o posto de presidente do Banco Central, dado a sua experiência no mercado financeiro internacional. Ele adotou a elevação da taxa de juros básica e a partir de 2000 o país adotou o Regime de Metas de Inflação (GIAMBIAGI ET AL, 2011). A próxima subseção se destina à caracterização do Regime de Metas de Inflação, seu funcionamento e características.

2.3 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação foi adotado inicialmente na Nova Zelândia em 1990, e após isso, diversos países passaram a utilizar também o regime como norteador de suas políticas monetárias, a exemplo de Reino Unido, Espanha, Canadá, Chile entre outras (LANZANA, 2002). O regime de metas de inflação é composto por regime de bandas (visto que nenhum banco central detém o controle total sobre o comportamento dos preços), convencionando-se utilizar o índice “cheio”⁶ como referência. O horizonte temporal utilizado no Brasil é o ano calendário, onde a meta é avaliada em um intervalo de 12 meses. A respeito do regime, dizem Campadelli e Lacerda (2014, p. 3).

O RMI [Regime de Metas de Inflação] foi adotado primeiramente na Nova Zelândia em 1990, e posteriormente por diversas outras economias, como Reino Unido, Espanha, Canadá, Chile, entre outras. O RMI tem suas raízes na longa discussão sobre o papel da política monetária, iniciada na segunda metade do século XX. Sua origem vem de Friedman que retoma a ideia da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) com uma nova abordagem sobre o papel moeda.

Historicamente, é fato que as taxas de juros no Brasil já se mantiveram mais elevadas do que as praticadas atualmente. A adoção do tripé macroeconômico (superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação) em 1999, proporcionou que houvesse uma significativa diminuição das taxas de juros quando comparada com as praticadas até então.

No entanto, mesmo após a implementação do RMI (Regime de Metas de Inflação) em 1999, em detrimento das âncoras cambiais⁷, a taxa de juros no Brasil ainda se manteve muito acima da média quando comparado à média das taxas de juros praticadas em outros países, com impactos negativos sobre o crescimento econômico. Bacha (2010) demonstra essa disparidade a partir de uma comparação dos juros praticados no Brasil em comparação com o resto do mundo (Área do Euro, Canadá, China, EUA, Índia, Japão, México, Reino Unido e Rússia, aproximadamente 71% do PIB Mundial afora o Brasil em PPP).

No Brasil, foi adotado no início de 1999, quando o governo brasileiro decidiu abandonar o regime de âncora cambial. Adotou-se formalmente o regime por meio do Decreto nº 3.088 através do Presidente da República, em 21 de junho de 1999. Em 30 de junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou a Resolução nº 2.615, tratando da definição do índice de preços de referência e das metas para inflação para 1999 e para os dois anos subsequentes (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016, p. 9). A próxima subseção se destina à caracterização da taxa de juros Selic, suas características e influências na dinâmica da economia.

⁶ O “índice cheio” trata-se de todos os itens presentes no levantamento do índice de preços de referência. Enquanto o “índice núcleo” prioriza a tendência da inflação, desconsiderando as variações dos preços mais voláteis (BANCO CENTRAL DO BRASIL, PMF 10, p.6 e 10).

⁷ Sistema monetário no qual a oferta monetária se baseia em reservas cambiais, na paridade de R\$ 1,00 para US\$1,00 (GIAMBIAGI ET AL, 2011).

2.3.1 Taxa de juros e suas implicações

A taxa de juros no Brasil se configura como o principal instrumento de transmissão monetária, ou seja, é por meio dela que o Banco Central conduz sua política de combate à inflação. Notadamente, trata-se da Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), como define Lanzana (2002, p. 64) “é a taxa que regula as operações diárias com títulos públicos. É utilizada como ‘taxa básica’ da economia e fixada mensalmente pelo Conselho de Política Monetária, o Copom”

Desse modo, a Selic assume papel importantíssimo no regime de metas de inflação. Tendo substituído a âncora cambial no controle à inflação e com a consolidação da estabilidade de preços, a expectativa era que a Selic fosse sendo substancialmente reduzida, convergindo para a média de taxas de juros a nível internacional (GIAMBIAGI ET AL, 2011), o que de fato não veio a ocorrer nos anos posteriores, segundo Modenesi (2010, p. 22).

A despeito do sucesso inequívoco do Plano no controle da inflação, e a da preservação de um ambiente de estabilidade de preços, o BCB permanece até hoje mantendo a taxa básica de juros (Selic) em patamares demasiadamente elevados. De tal modo que a política monetária, no Brasil, transformou-se em verdadeira anomalia, principalmente quando comparada com a experiência internacional: o país tem praticado as maiores taxas de juros reais do mundo.

Pela ótica do consumo, adotam-se como variável exógena as preferências intertemporais de consumo e a liquidez dos agentes. Uma alteração das taxas de juros em diferentes estágios modifica as escolhas intertemporais de consumo e poupança, porque maiores (menores) taxas de juros elevam (reduzem) o custo de oportunidade do consumo presente. Segundo Barboza (2015, p.5), a estruturação da taxa de juros tem o poder de “entre taxas de juros de diferentes maturidades, o banco central terá o poder de alterar todo o complexo de taxas de juros da economia através unicamente de uma alteração na taxa de curtíssimo prazo”. No entanto, altas taxas de juros reais acabam por inviabilizar o crescimento econômico, segundo Bresser-Pereira e Gomes (2006, p. 24) “Embora a política de metas de inflação tenha mantido a inflação relativamente baixa, isso foi feito com elevados custos fiscais e de oportunidades de desenvolvimento”.

Nessa perspectiva, faz-se necessário a investigação do desempenho da política monetária. Principalmente no que tange ao mecanismo de transmissão da política monetária vigente, visto o paradoxo entre controle da inflação e a as altas taxas de juros praticadas no país.

3 METODOLOGIA

A presente pesquisa busca analisar o regime de metas de inflação e a taxa de juros praticada durante o governo Lula, explicando suas variações e seus reflexos no Produto Interno Bruto (PIB). Quanto aos procedimentos, enquadra-se como pesquisa bibliográfica, visto que a análise feita acerca do objeto de estudo a partir de fontes secundárias, como afirma Gil (2002, p. 44) “a pesquisa bibliográfica é desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos”.

Em face dos seus objetivos, o presente trabalho é descrito como descritivo, pois busca analisar e descrever o Regime de Metas de Inflação, a partir do estudo de suas características. Segundo Gil (2002, p. 42) “Entre as pesquisas descritivas, salientam-se aquelas que têm por objetivo estudar as características de um grupo: sua distribuição por idade, sexo, procedência, nível de escolaridade, estado de saúde física e mental etc.” Ainda segundo o autor, certas pesquisas descritivas vão para além da elucidação acerca da relação entre variáveis, podendo explicar sua origem.

Classifica-se como analítica, pois seu intuito é a partir da literatura sob estudo, compreender o fenômeno a que o trabalho se destina. Segundo Gil (2002, p. 78) “a finalidade da leitura analítica é a de ordenar e resumir as informações contidas nas fontes, de forma que estas possibilitem a obtenção de respostas ao problema de pesquisa.

Segundo Marconi e Lakatos (1992), a finalidade da pesquisa bibliográfica é expor o pesquisador às diversas fontes de conhecimento que contenham informações relevantes a respeito da pesquisa, para que a partir deste conjunto de conhecimentos possa contribuir para o estudo do tema em questão, propiciando soluções inovadoras e novas contribuições. Conforme Gil (2002), a pesquisa bibliográfica tem sua vantagem ao apresentar ao pesquisador uma extensa gama de fenômenos pertinentes ao seu trabalho, enquanto que seria de maior dificuldade a este, coletar diretamente a mesma quantidade de informações diretamente.

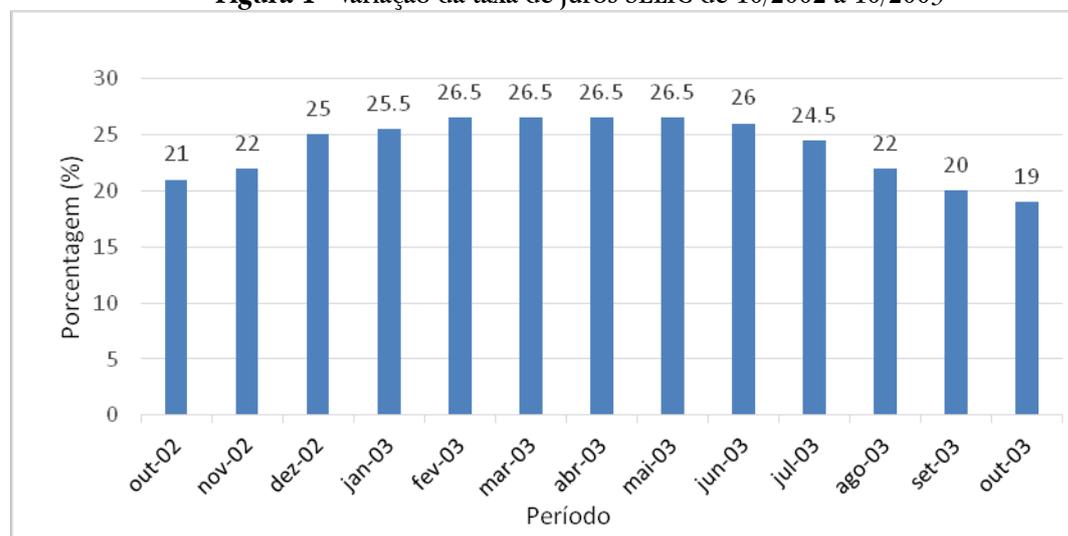
É quantitativa, pois suas conclusões surgem a partir da análise de dados numéricos, e diante disso, a pesquisa tem como princípio a coleta de dados referentes as metas de inflação, PIB (Produto Interno Bruto) e taxa de juros Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) durante o Governo Lula, com o intuito de analisar o desempenho do regime de metas de inflação. A análise de dados quantitativos consiste fundamentalmente, segundo Gil (2002, p. 125) “em estabelecer a ligação entre os resultados obtidos com outros já conhecidos, quer sejam derivados de teorias, quer sejam de estudo realizados anteriormente”.

A pesquisa abrange o registro do PIB do país no período estipulado 2003 a 2010; o comportamento da Selic mensal durante o mesmo período e as metas de inflação então projetadas pelo Banco Central, sendo estas após tabulação no *software* Excel, dispostas e apresentadas em gráficos e tabelas. Os dados dispostos no presente trabalho encontram-se disponíveis no endereço eletrônico do Banco Central do Brasil; no endereço eletrônico do IPEA data (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) e em livros e artigos que versam sobre o assunto.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

O contexto político-econômico em 2003 se descreve na incerteza acerca do direcionamento que os novos formuladores de política econômica tomariam a partir da posse do então recém-eleito presidente Lula. De fato, o receio dos credores da dívida pública era que a mudança de governo representasse o fim das políticas macroeconômicas adotadas até então, haja vista o histórico do discurso do Partido dos Trabalhadores (PT). Por exemplo, a liderança do PT na época endossou um plebiscito (voluntário e informal) que propunha a revogação do acordo firmado com o FMI; auditoria da dívida externa; a moratória da dívida interna aliado a revogação do programa de privatizações (GIAMBIAGI ET AL, 2011).

Figura 1 - Variação da taxa de juros SELIC de 10/2002 a 10/2003



Fonte: Banco Central do Brasil.

O que se observa é que no período de campanha eleitoral, em que o ainda candidato Lula assentava sua campanha em defesa de reformas que priorizassem o crescimento e desenvolvimento econômico (aliado a políticas sociais de combate à pobreza e miséria) em detrimento das políticas macroeconômicas ortodoxas de combate à inflação e pagamento dos credores do governo, fizeram com que houvesse um aumento paulatino da taxa Selic, partindo de 18% em setembro de 2002 para 25,5% em dezembro de 2003, mantendo-se estável em 26,5% nos quatro meses seguintes. Giambiagi et al (2011), salienta que não havia um posicionamento oficial por parte do Partido dos Trabalhadores (PT) de não pagar a dívida, no entanto, havendo uma simples hipótese de calote, o mercado financeiro naturalmente passou a temer a ascensão de Luís Inácio Lula da Silva à presidência.

Em junho de 2003 o Copom reduz a taxa Selic ao nível de 26%, um semestre após aumenta-la seguidamente em face dos temores do mercado financeiro. A redução segue nos meses seguintes, quando em setembro se estabelece a taxa Selic em 20%. Em dezembro de 2003, finalizando o primeiro ano do governo Lula, o Copom estabelece a taxa Selic em 16,5%, reduzindo-a aproximadamente em 35,3% de janeiro a dezembro.

A redução da taxa Selic a partir do segundo semestre de 2003 se deve principalmente à política econômica empregada pelo governo, tendo como seu objetivo principal a retomada da confiança do mercado financeiro. O então presidente logo após a eleição se apressou em buscar acalmar os investidores, ciente da vulnerabilidade do país a uma crise monetária caso não houvesse confiança no compromisso do país em honrar seus compromissos financeiros, como diz Baer (2009, p. 248).

Consciente da suscetibilidade dos mercados financeiros internacionais e do perigo que eles representavam para a estabilidade monetária, o governo recém-eleito se apressou em aplacar a ansiedade dos investidores e entidades multilaterais. A principal característica da estratégia do governo nesse aspecto foi a reafirmação do compromisso de cautela fiscal firmada por seu antecessor. Em termos concretos, isso se evidenciou sob a forma aumento do superávit primário de 2003 de 3,75% para 4,25% do PIB. Em outubro de 2004, o superávit primário atingiu 4,7% do PIB.

Tabela 1 – Histórico de metas para inflação no Brasil (2003 – 2010).

Ano	Meta (%)	Limite Inferior e Superior (%)	Inflação efetiva (IPCA % a.a.)
2010	4,5	2,0 - 7,0	5,91
2009	4,5	2,0 - 7,0	4,31
2008	4,5	2,0 - 7,0	5,9
2007	4,5	2,0 - 7,0	4,46
2006	4,5	2,0 - 7,0	3,14
2005	4,5	2,0 - 7,0	5,69
2004	3,75 - 5,5	1,25 - 6,25; 3,0 - 8,0	7,6
2003	3,35 - 4,0	1,25 - 5,25; 1,5 - 6,5	9,3

Fonte: Banco Central do Brasil (2018).

Nota: A Carta Aberta de 21/01/2003 estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004

Para que houvesse uma maior confiança do mercado para com o novo governo, buscou-se escolher para os cargos de condução da política econômica nomes que agradassem o mercado financeiro. Para o Ministério da Fazenda, foi nomeado Antônio Palocci, que de posição moderada dentro do PT e coordenador do programa de governo, representava a guinada ideológica ao centro por parte do Partido. A presidência do Banco Central ficou a cargo do ex-presidente do *Bank Boston*, Henrique Meirelles, em conjunto com o restante da diretoria do governo anterior, como forma de sinalizar a continuidade do viés da política econômica até então adotada (GIAMBIAGI ET AL, 2011).

No entanto, mesmo com os esforços do presidente Lula e de seu gabinete em conseguir confiança e credibilidade dos investidores para o novo governo, a incerteza do mercado financeiro ainda foi responsável por inviabilizar a convergência dos níveis de inflação para as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. O “efeito Lula” provocou fuga de capital vista a iminência (mesmo que ínfima) de um possível calote da dívida pública, e partir disso, houve um relevante aumento da taxa de câmbio, encarecendo o preço de bens e serviços (BARBOSA, 2011).

Com a nomeação de Henrique Meirelles, o centro da meta de inflação a se buscar para 2003 passou de 3,35% para 4% e, para 2004, de 3,75% para 5,5%. Em 2003 a inflação efetiva medida pelo IPCA registrou 9,3%, 5,3 pontos percentuais acima do núcleo e 2,8 pontos percentuais acima do teto da meta. O PIB em contrapartida apresentou crescimento ínfimo de ordem 1,1%, conforme a tabela 2.

Tabela 2 - Histórico do Produto Interno Bruto (PIB) no Brasil de 2003 a 2010.

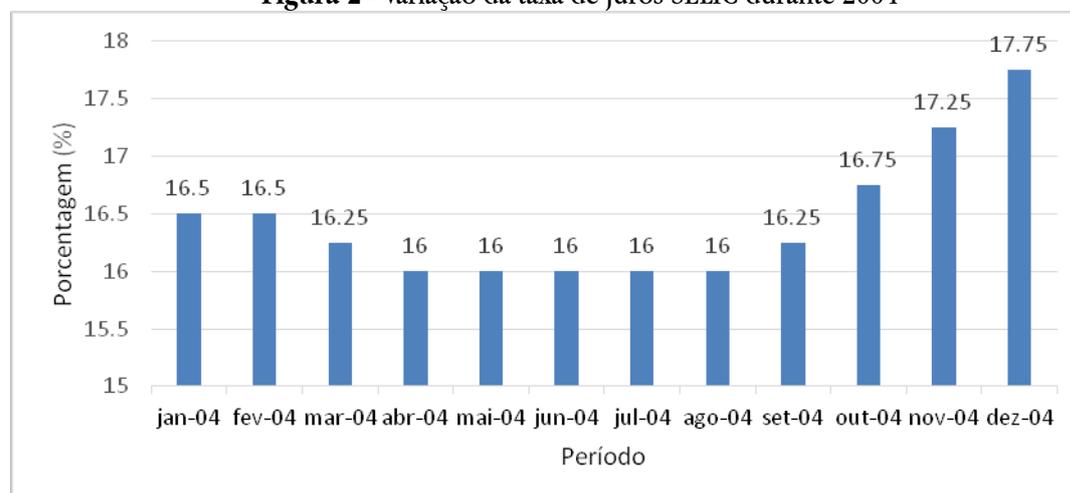
Ano	Produto Interno Bruto (PIB) - variação em volume	PIB valores correntes em 1.000.000	PIB per capita em valores correntes
2003	1,1	1.717.950	9.511
2004	5,8	1.957.751	10.703
2005	3,2	2.170.585	11.723
2006	4,0	2.409.450	12.862
2007	6,1	2.720.263	14.358
2008	5,1	3.109.803	16.236
2009	-0,1	3.333.039	17.221
2010	7,5	3.885.847	19.877

Fonte: IBGE. Diretoria de Pesquisas. Coordenação de Contas Nacionais.

Nota: Atualizado a partir das Contas Nacionais Trimestrais de 07/03/2017

Em 2004, em face ao aquecimento da economia mundial, do aumento da liquidez internacional e do preço das *commodities*, o Copom conduziu uma política monetária moderada, buscando preservar a estabilidade de preços, haja vista a intensificação do nível da atividade interna, as oscilações decorrentes do ano anterior e o derradeiro descumprimento da meta de inflação. A prioridade foi garantir um crescimento sustentado do produto (BRASIL, 2005).

Figura 2 - Variação da taxa de juros SELIC durante 2004



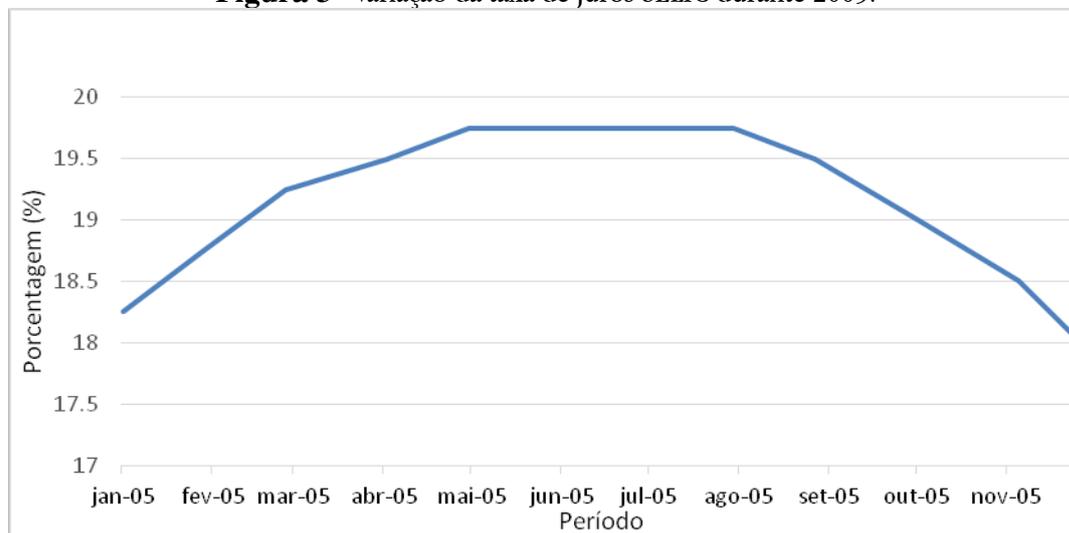
Fonte: Banco Central do Brasil.

A princípio, foi mantida a taxa Selic de 16,5% nos dois primeiros e, após uma redução de 0,25 pontos percentuais no mês de março, foi mantido a taxa Selic de 16,0% de abril a agosto. A partir do mês de setembro, a Selic envereda um viés de crescimento no resto do ano terminando em 17,75%. O Copom justifica esse panorama da taxa Selic na volatilidade no mercado de petróleo, a depreciação do real no segundo semestre, somado a incerteza do aumento da atividade econômica. O aumento da taxa Selic a partir do quarto trimestre se explica no receio do não cumprimento da meta de inflação estabelecida para o ano, dado as projeções a sugerir esse risco, e no descompasso entre a utilização da capacidade instalada e o nível de recuperação dos investimentos (BRASIL, 2005). O IPCA registrou a inflação de 2004 em 7,6%, 0,4 pontos percentuais abaixo da banda superior, e 2,1 pontos percentuais acima do núcleo da meta reestabelecida em 2003 pelo então presidente do Banco Central, Henrique Meirelles.

O PIB, por outro lado apresentou significativa melhora, com um crescimento de 5,8%. Segundo Baer (2009), o desempenho do PIB se explica em diversos fatores que atuaram em conjunto, como por exemplo o aumento do uso da capacidade instalada aliada ao aumento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). O autor também salienta o crescimento do consumo (visto aumento dos salários reais na indústria e a taxa Selic estável até agosto), e o aumento de 32% das importações em face da demanda externa por *commodities* e ainda a valorização do real no período.

O ano de 2005 se inicia com o Copom mantendo a rigidez monetária com que conduziu a política monetária brasileira desde o segundo semestre de 2004. Em face do IPCA próximo a banda superior da meta no ano anterior, o Copom conduziu um aumento mensal da taxa de juros de 0,5 pontos percentuais até março, quando passou a aumentar a taxa Selic em 0,25 pontos percentuais até maio. De maio a agosto, perdurou a maior taxa verificada no ano, estável, de ordem de 19,75%, iniciando um viés de queda no restante do ano, quando em dezembro a taxa Selic ficou estabelecida em 18%.

Figura 3 - Variação da taxa de juros SELIC durante 2005.

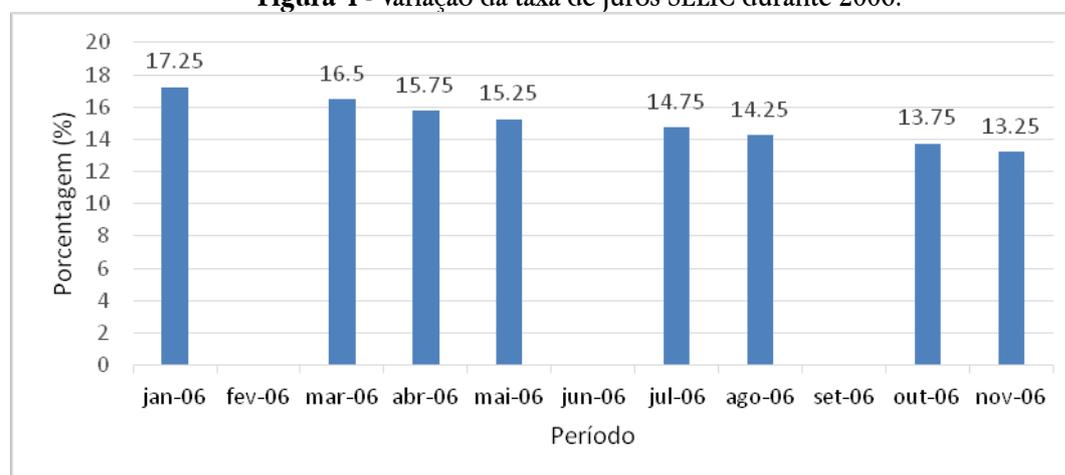


Fonte: Banco Central do Brasil.

Segundo o Copom, a crescente da taxa Selic até maio (e sua manutenção em 19,75% até agosto) se explica na acomodação da demanda agregada crescente. O risco do descumprimento da meta de inflação estabelecida para o ano (4,5% no núcleo, com bandas de 2,5%), também explica essa política monetária, em razão de alguns focos localizados de pressão na inflação corrente e a deterioração do cenário externo. Em contrapartida, pelos mesmos motivos a Selic obteve evolução cadente a partir de agosto, sobretudo devido a perspectiva de controle da inflação (verificou-se que o reajuste dos preços domésticos dos combustíveis estava contribuindo em grade parte para esse cenário), a Selic foi reduzida mesmo havendo a alta do preço do petróleo (BRASIL, 2006). A inflação para o ano foi de 5,69%, 1,19 pontos percentuais acima do núcleo da meta, e 1,31 pontos abaixo da banda superior.

O PIB por outro lado, se desenvolveu de maneira inconstante durante 2005, variando o ritmo de crescimento ao decorrer do ano. A princípio, a atividade econômica iniciou o ano apresentando desaceleração devido ao baixo consumo das famílias em conjunto com os investimentos. A taxa Selic ao ser aumentado em menor ritmo a partir do segundo semestre sinalizou uma futura reversão do ciclo restritivo da política monetária, impulsionando o consumo e o investimento nesse período. A quebra da safra agrícola, em conjunto com as incertezas do cenário político e o ajuste dos estoques da indústria fizeram com que o crescimento da economia recuasse no quarto trimestre. Em suma, o Produto Interno Bruto apresentou crescimento de 3,2% no ano de 2005, em razão do aumento da demanda interna (em funções das melhores condições de crédito e da recuperação gradual dos rendimentos reais e do emprego), aliado ao desempenho positivo do comércio exterior (BRASIL, 2006). A partir da Circular 3.297 e pelo Comunicado 13.821 publicados em 31 de outubro de 2005, decidiu-se que as reuniões do Copom a serem realizadas para a tomada de decisão acerca da política monetária passariam a serem realizadas em intervalos de seis semanas entre si, somando então 8 reuniões no decorrer do ano: em janeiro, março, abril, maio, julho, agosto, outubro e novembro no ano de 2006.

Figura 4 - Variação da taxa de juros SELIC durante 2006.



Fonte: Banco Central do Brasil.

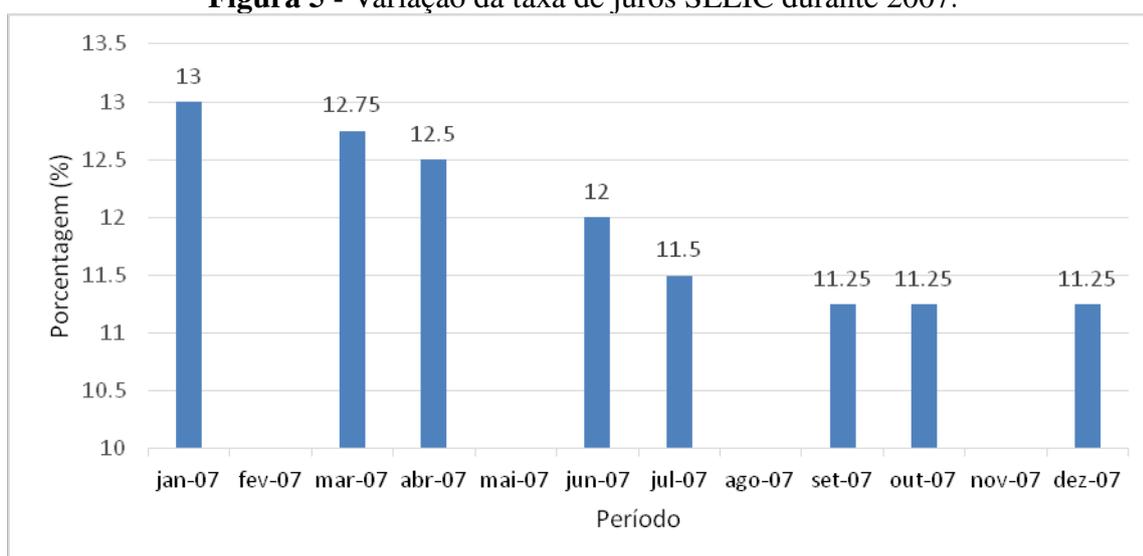
Tendo o ano de 2005 apresentado uma evolução da Selic diferente no decorrer dos semestres, em 2006 apresentou uma evolução cadente da taxa quase que de maneira uniforme. Ao iniciar o ano com uma redução de 0,75 pontos percentuais em relação a última reunião do ano (dezembro) a taxa Selic iniciou janeiro em 17,25%, sendo reduzida em 0,75 pontos percentuais em março e abril, sucessivamente. Em maio após mais uma redução a taxa ficou estabelecida em 15,25%, e de fato, a partir desse mês a taxa Selic foi reduzida regularmente em 0,5 pontos percentuais nas reuniões de julho, agosto, outubro e novembro, quando ficou estabelecida a taxa em 13,25% (BRASIL, 2007).

O comportamento da taxa de juros Selic no primeiro semestre de 2006 se explica através da incerteza em relação ao grau de flexibilização da política monetária e a incerteza decorrente da mudança da política monetária dos Estados Unidos e seu grau de liquidez. Para se explicar a evolução da taxa Selic ao longo de 2006 (e sua diminuição no decorrer do ano) faz-se necessário também salientar o cumprimento do regime de metas de inflação, visto que a partir de abril verificou-se a tendência do IPCA em convergir para o centro da meta. De fato, em 2006 pela primeira vez desde a implementação do Regime de Metas de Inflação se verificou a inflação efetiva se consolidando abaixo do núcleo da meta, quando a inflação efetiva para o ano se estabeleceu em 3,14%, 1,36 pontos percentuais abaixo do núcleo da meta (4,5%). Soma-se a isso a acumulação de reservas internacionais, o resgate antecipado de papéis denominados em moeda estrangeira, a diminuição do risco-Brasil calculado pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (BRASIL, 2007).

Ainda segundo o Copom, o crescimento de 4% do Produto Interno Bruto se deu em razão da expansão da demanda agregada em todos os seus componentes, com destaque para a forte demanda interna por consumo e investimento (o aumento da Formação Bruta de Capital Fixo). O aumento do consumo das famílias se explica a estabilidade de preços, os ganhos reais nos salários e a facilidade de crédito.

Em 2007, o Copom estabeleceu a taxa de juros Selic em 13% para janeiro, sucedendo um corte então de 0,25 pontos percentuais em relação a dezembro, o que reflete a continuidade da estratégia de política monetária do ano anterior. O viés de decréscimo da taxa Selic persiste nas reuniões subsequentes, quando em março se estabeleceu a taxa em 12,75%, e 12,5% em abril. A taxa Selic a partir de abril sofre um corte mais intenso, e para os meses seguintes, se reduz em de 0,5 pontos percentuais em junho e julho, sucessivamente. Em setembro se estabelece a taxa Selic em 11,25%, que vigora nas duas reuniões posteriores (outubro e dezembro), dessa forma, uma diminuição de aproximadamente 13,46%, de janeiro a dezembro. A inflação efetiva, medida pelo IPCA se estabeleceu em 4,46%, 0,04 pontos percentuais abaixo do núcleo da meta estipulada para o ano.

Figura 5 - Variação da taxa de juros SELIC durante 2007.

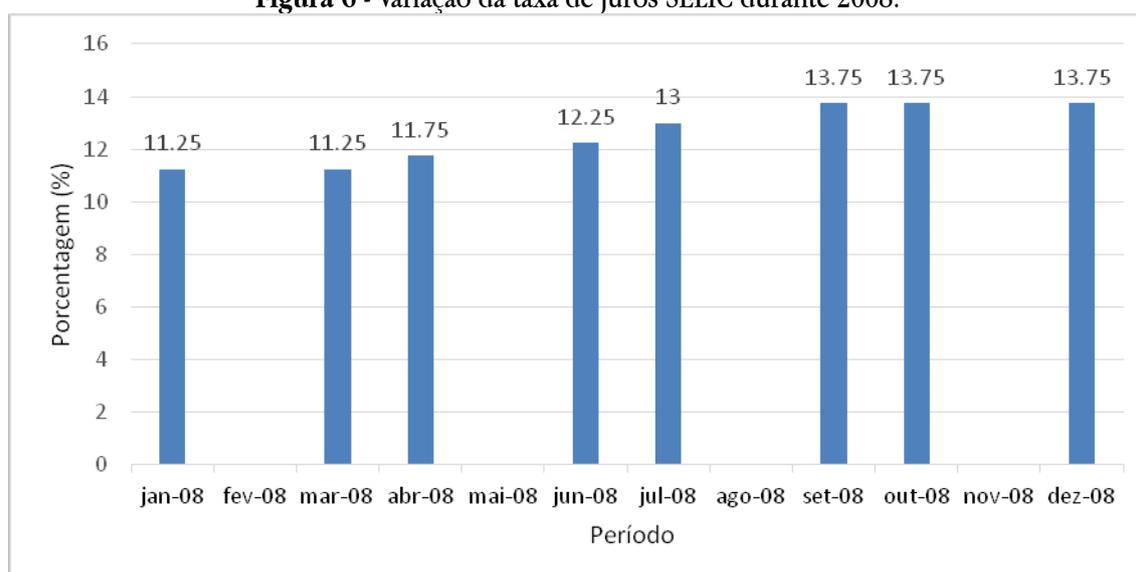


Fonte: Banco Central do Brasil.

Segundo o Comitê de Política Monetária, a cautela em relação a intensidade dos cortes no início do ano se atribui à cautela em face da aceleração do IPCA no primeiro semestre de 2007. Essa aceleração se justifica devido ao impacto da evolução dos preços externos das principais *commodities*, aliado a flutuação dos preços, visto os efeitos do crescimento do nível de emprego e renda, de oferta de crédito e transferências governamentais, que mesmo que considerados como eventos passageiros, demandavam aos formuladores de política econômica maior cautela. O maior corte posterior adveio dos estímulos proporcionados pelo setor externo, a ampliação dos investimentos em um ambiente que se interpretou como favorável a um crescimento sustentado (BRASIL, 2008). Ainda segundo o Copom, o crescimento do PIB em 6,1% aconteceu devido a diversos componentes da demanda agregada, dentre eles a expansão do investimento, devido ao crescimento da indústria, construção civil, aumento do consumo das famílias em conjunto com o positivo resultado do setor primário, impulsionado pelo setor agrícola.

Em 2008 a taxa Selic apresentou desenvolvimento ascendente em contraste com os dois anos anteriores, quando a taxa foi seguidamente reduzida sequencialmente. Iniciando o ano de 2008 em 11,25%, no mesmo nível da última reunião em dezembro de 2007, a Selic registrou mudança ascendente em abril, quando registrou 11,75%, aumentando nas três reuniões seguintes, quando em março ficou estabelecida em 13,75%, que perdurou nos dois meses seguintes. Dessa forma, a taxa Selic aumentou aproximadamente 22,23% em 2008.

Figura 6 - Variação da taxa de juros SELIC durante 2008.

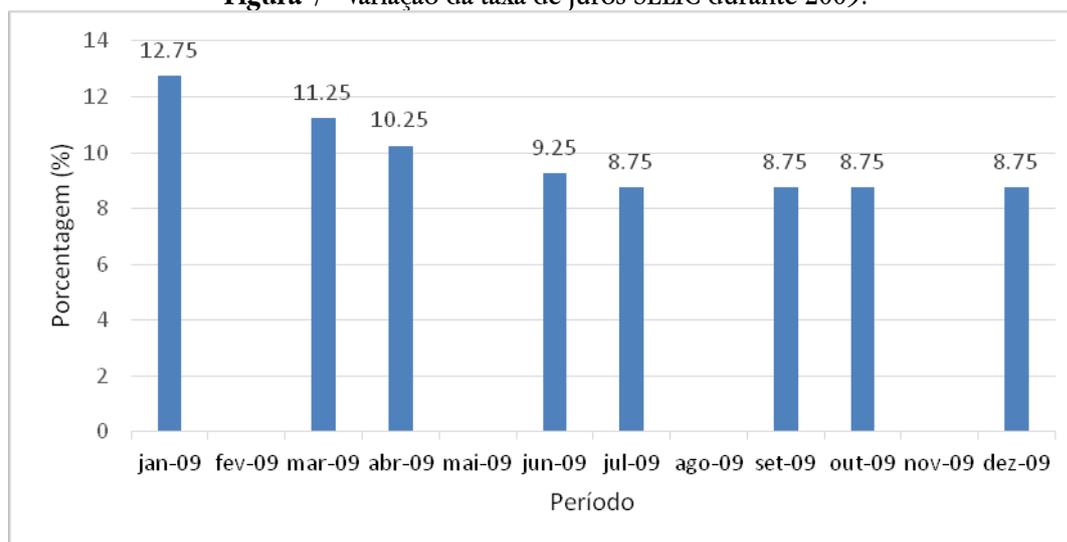


Fonte: Banco Central do Brasil.

Segundo o Copom, a manutenção a princípio da taxa em 11,25% se justificou na expectativa positiva do desenvolvimento da inflação para o ano, em face da aquecida demanda interna e consequentemente a desnecessidade de estímulos monetários. No entanto, no mês de junho devido a possibilidade do surgimento de restrições setoriais que pudessem vir a aumentar os custos (e consequentemente os preços para o consumidor final) diante da demanda aquecida, foi acordado o aumento da taxa de juro Selic a partir do mês de abril. Esse descompasso entre a demanda e a oferta em conjunto com as expectativas inflacionárias estimulou o aumento dos meses seguintes, somado a incerteza no cenário externo e o possível estreitamento das fontes de financiamento externo (BRASIL, 2009). De acordo com a Tabela 1, em 2008 o IPCA registrou a inflação em 5,9%, 1,4 pontos percentuais acima do núcleo da meta do ano.

O PIB por outro lado apresentou crescimento de 5,1% no ano. Segundo o Copom, o crescimento do PIB se sustentou notavelmente no crescimento da demanda, visto à expansão do crédito, a recuperação do nível de emprego e dos ganhos de renda. É importante frisar a superação da demanda sob o crescimento da produção, que teve seu menor crescimento influenciado pelo cenário externo (BRASIL, 2009).

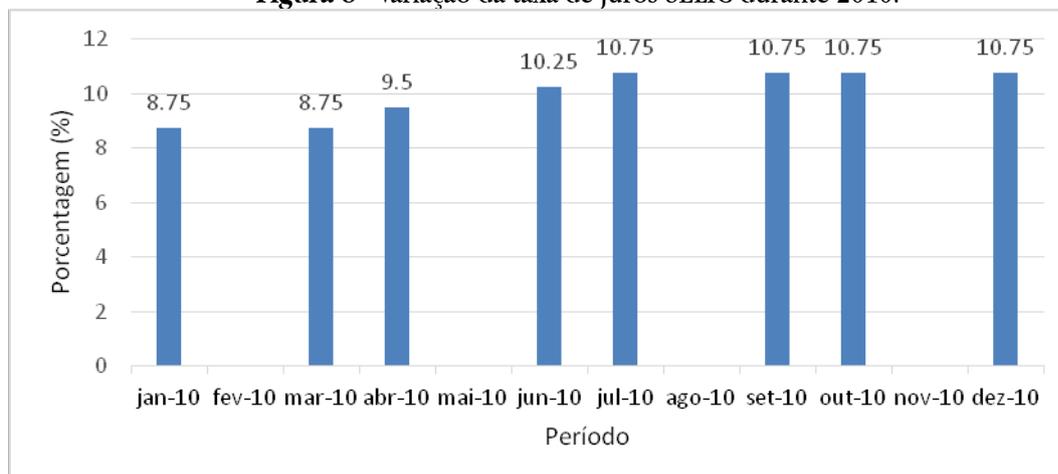
Em 2009, a Selic volta a ter sua evolução em perspectiva cadente ao longo do ano, ao sofrer corte de 1,0 ponto percentual já no primeiro mês. Na segunda reunião, em março, a taxa de juros sofre uma seguinte diminuição de 0,5 pontos percentuais, e de 1,0 ponto percentual em abril e junho, quando em 9,25%, a taxa Selic pela primeira no governo Lula se estabelece em 1 dígito. Ocorre em junho uma diminuição de 0,5 pontos percentuais, estabelecendo a taxa de juros em 8,75%, que perdura pelo restante do ano.

Figura 7 - Variação da taxa de juros SELIC durante 2009.

Fonte: Banco Central do Brasil.

O comportamento cadente da Selic de janeiro a junho, e estável a partir de julho até dezembro, se justifica, sobretudo, ao esfriamento da atividade econômica em conjunto com a retomada de confiança em um desenvolvimento positivo da inflação. Atribuiu-se o desaquencimento da demanda à austera política monetária de 2008, e a deterioração da confiança dos agentes em conjunto com o esfriamento da atividade econômica internacional, que geraram uma ociosidade dos fatores de produção responsável por conter a demanda agregada. Essa leitura da conjuntura econômica se manteve para o restante do ano por parte dos responsáveis pela política monetária brasileira, sendo a manutenção da taxa Selic em 8,75% de julho a dezembro devido à consciência por parte do Copom de que a condução da taxa Selic deveria abarcar toda a conjuntura do movimento da taxa durante o ano (BRASIL, 2010). A inflação para o período se estabeleceu em 4,31%, 0,19 pontos percentuais abaixo do núcleo da meta.

Em 2010 a taxa de juro Selic assume novamente um desenvolvimento de crescimento ao longo do ano, com um aumento total de 2 pontos percentuais de janeiro a dezembro. A princípio, a taxa registra 8,75% na reunião de janeiro, mantendo-se essa perspectiva na reunião seguinte em março. Em seguida, recebe seguidamente um aumento de 0,75 pontos percentuais em abril e junho, seguido de um aumento de 0,5 pontos percentuais em julho, se estabelecendo em 10,75%, permanecendo nesse nível nas três reuniões seguintes. Vale ressaltar o conjunto de medidas designadas como macroprudenciais voltadas para a estabilidade do mercado financeiro, notadamente a elevação dos depósitos compulsórios e do requerimento de capital para fornecimento de crédito a pessoas físicas com prazos superiores a 24 meses.

Figura 8 - Variação da taxa de juros SELIC durante 2010.

Fonte: Banco Central do Brasil.

A princípio, a manutenção da taxa de juros Selic em 8,75% se justificou na cautela dos formuladores de política econômica buscando interpretar da melhor forma os desdobramentos da conjuntura econômica mundial pós-crise financeira internacional de 2009, em face de um cenário em que os bancos centrais buscaram retomar o crescimento da economia dos países. Nesse contexto, ocorreu à deterioração da oferta de produtos agrícolas em conjunto com a alta demandas destes no cenário mundial ocasionaram uma valorização do preço das *commodities* agrícolas, influenciando na taxa de inflação (e consequentemente na estabilização monetária) em economias emergentes e desenvolvidas (BRASIL, 2011). Deve-se a esses fatores aliado ao descompasso entre a oferta e demanda agregada, o aumento da taxa Selic no primeiro semestre de 2010.

Foram introduzidas também medidas voltadas a competitividade das exportações brasileiras. O fortalecimento da economia doméstica propiciou um aumento expressivo na demanda por bens e serviços importados e na elevação das remessas líquidas de renda. A inflação medida pelo IPCA registrou 5,91%, sendo essa variação em razão, portanto, ao comportamento dos preços livres, sobretudo aos segmentos de alimentação e vestuário, e no mercado de serviços. O PIB registrou crescimento de 7,5% (BRASIL, 2011).

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou investigar de maneira consistente o desempenho do Regime de Metas de Inflação (RMI) e da taxa de juros durante o governo Lula, por meio da análise do comportamento da taxa de juros Selic e seus desdobramentos sobre o Produto Interno Bruto. Buscou-se examinar o porquê de o cumprimento do regime de metas de inflação não garantir *per se* a diminuição da taxa de juros.

Vale ressaltar a princípio, o êxito da taxa de juro Selic como instrumento de política monetária, visto que nos oito anos analisados, apenas em 2003 e 2004 a meta de inflação não foi atingida, demandando o reajuste necessário para o centro da meta a se buscar e seu intervalo de erro. A fuga de capital em face do “efeito Lula” aumentou a taxa de câmbio, provocando um repasse parcial para os preços dos bens e serviços domésticos, contribuindo para o inevitável descumprimento da meta. Nos demais anos, a inflação efetiva passou se estabelecer satisfatoriamente próximo ao núcleo da meta.

De fato, é visível que houve uma diminuição significativa das taxas de juros durante o Governo Lula. Desde sua ascensão à presidência e a expectativa que esta gerou para o mercado financeiro (quando a taxa de juros Selic aumentou seguidamente da eleição em outubro de 2002 ao primeiro trimestre de 2003, com a Selic em 26,5%), até o último mês de mandato em dezembro de 2010, quando a taxa Selic registrou 10,75%, uma significativa diminuição de 14,75 pontos percentuais.

Porém, faz-se notar que o preço pago pela sociedade brasileira em prol da estabilidade monetária se faz em sacrifício do desenvolvimento do Produto Interno Bruto, visto o caráter de desaceleração da demanda na estratégia de aumento da taxa de juros Selic e de seu caráter referencial como parâmetro para as demais taxas de juros disponíveis ao mercado, em 2003 quando a taxa Selic atingiu um de seus maiores valores no governo Lula, as taxas de juros disponíveis aos consumidores chegaram a 74,4% para o consumidor, em agosto. No período estudado (2003 a 2010), houve quatro momentos em que a taxa Selic se desenvolveu de maneira ascendente. Em princípio, devido ao “Efeito Lula” e a expectativa de descumprimento dos compromissos financeiros do país em 2003; em 2005 em função do aumento da demanda interna e o descompasso entre o nível de oferta e demanda; em 2008, devida a mesma assimetria entre oferta e demanda, aliado as expectativas negativas de estreitamento de fontes de financiamento externo.

Nesse contexto, é perceptível que à exceção de 2003, quando a taxa Selic aumento devido ao efeito especulativo suscitado pela mudança do viés ideológico do governo, o aumento da Selic decorreu sobretudo de pressões de demanda ocasionadas inclusive por saldos da balança comercial, visto que entre setembro de 2004 e maio de 2005

o aumento contínuo se assentou na forte alta das *commodities*. Percebe-se que devido ao caráter de desaceleração da demanda que a política de taxa de juros Selic toma, o caminho para que se possa reduzir a taxa de juros no Brasil de modo a garantir o crescimento sustentado, é a associação de uma política monetária rígida que acomode os choques de oferta aliada a política fiscal de caráter ortodoxo. Soma-se a isso o fato da contaminação da Selic pela dívida brasileira, em face das Letras Financeiras do Tesouro (LFT's) se indexarem ao Bacen, também responsáveis pela diminuição da taxa de juros durante o período analisado, visto a decisão do então Presidente Lula em pagar a dívida.

Diante da natureza metodológica utilizada durante a pesquisa, a grande dificuldade para a realização do trabalho foi a dificuldade em encontrar material especializado necessário na fase de elaboração do projeto de pesquisa. Como sugestão para trabalhos a serem realizados, recomenda-se a realização de uma pesquisa sobre o impacto da oscilação da taxa Selic no nível de investimento, afim de que se possa perceber com mais clareza como a taxa de juro no Brasil interfere no nível de atividade econômica.

REFERÊNCIAS

BACHA, Edmar. **Além da Triade: Há Como Reduzir os Juros?** Texto para Discussão nº 17. Rio de Janeiro: IEPT/Casa das Garças, Setembro de 2010.

BAER, Werner. **A Economia Brasileira**. 3. ed. São Paulo: Nobel, 2009. 541 p.

BARBOSA, Fernando de Holanda. **O Banco Central no Governo Lula**. Economia & Tecnologia – Ano 06, v. 21, Abril/Junho, 2011.

BARBOZA, R. M. **Taxa de Juros e Mecanismos de Transmissão da Política Monetária no Brasil**. Rev. Econ. Polit. vol.35 no.1 São Paulo Jan./Mar. 2015.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Regime de Metas para a Inflação no Brasil**. Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin), Brasília, 2016.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Relatório Anual 2004**. Volume 40, Brasília, 2005.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Relatório Anual 2005**. Volume 41 Brasília, 2006.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Relatório Anual 2006**. Volume 42 Brasília, 2007.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Relatório Anual 2007**. Volume 43 Brasília, 2008.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Relatório Anual 2008**. Volume 44 Brasília, 2009.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Relatório Anual 2009**. Volume 45 Brasília, 2010.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Relatório Anual 2010**. Volume 46 Brasília, 2011.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Estatística**. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/home> >. Acesso em: 06 de out. de 2018.

BRESSER-PEREIRA; L. C.; GOMES DA SILVA, C. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. In: OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

CAMPEDELLI, A. L.; LACERDA, A. C. **Uma crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação (rmi) no Brasil**. PESQUISA & DEBATE, SP, volume 25, número 2(46) pp. 01-22, jul-dez. 2014.

GIAMBIAGI, Fabio; VILLELA, André; DE CASTRO, Lavinia Barros; HERMANN, Jennifer. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2010)**. 2.ed. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2011.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002. 173 p.

IBGE. **Estatística**. Disponível em: <[www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores br](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores_br)>. Acesso em: 06 out. 2018.

LACERDA, A. C. *et al.* **Economia Brasileira**. 4.ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

LANZANA, Antonio Evaristo Teixeira. **Economia Brasileira: Fundamentos e Atualidade**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002. 195 p.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo: Editora Atlas, 1992.

MODENESI, A. M. **Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto**. Economia & Tecnologia – Ano 06, Vol. 21 – Abril/Junho, 2010.

PASTORE, Affonso C. **A Reforma Monetária do Plano Collor**. In: Clóvis de Faro (org.), **O Plano Collor Avaliação e Perspectiva**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1990.

POHLMANN, E. L.; TRICHES, D. **Análise do desempenho da política monetária no Brasil após o Plano Real**. PERSPECTIVA ECONÔMICA v. 4, n. 2:22-43 jul/dez 2008.