



OS CINQUENTA ANOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Marco Ludwik Patrício Krebs

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Engenharia de Produção, COPPE, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor em Engenharia de Produção.

Orientador: Carlos Alberto Nunes Cosenza

Rio de Janeiro
Janeiro de 2016

OS CINQUENTA ANOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Marco Ludwik Patrício Krebs

TESE SUBMETIDA AO CORPO DOCENTE DO INSTITUTO ALBERTO LUIZ COIMBRA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA DE ENGENHARIA (COPPE) DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO COMO PARTE DOS REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE DOUTOR EM CIÊNCIAS EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO.

Examinada por:

Prof. Carlos Alberto Nunes Cosenza, D.Sc.

Prof. Francisco Antonio de Moraes Accioli Dória, D.Sc.

Prof. Marcos Pereira Estellita Lins, D.Sc.

Prof. Claudio Henrique dos Santos Grecco, D.Sc.

Prof. Claudio Roberto Contador, PhD

Prof. Paulo Victor Rodrigues de Carvalho, D.Sc.

RIO DE JANEIRO, RJ - BRASIL

JANEIRO DE 2016

Krebs, Marco Ludwik Patrício

Os Cinquenta Anos do Banco Central do Brasil / Marco Ludwik Patrício Krebs. – Rio de Janeiro: UFRJ/COPPE, 2016.

XII, 123 p.: il.; 29,7 cm.

Orientador: Carlos Alberto Nunes Cosenza

Tese (doutorado) – UFRJ/ COPPE/ Programa de Engenharia de Produção, 2016.

Referências Bibliográficas: p. 89-96.

1. Política Monetária. 2. História Econômica. 3. Produto da Economia. I. Cosenza, Carlos Alberto Nunes. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro, COPPE, Programa de Engenharia de Produção. III. Título.

*Para minha Mulher, Gabriela, e minha filha, Rafaela,
minhas fontes de inspiração e de eterna felicidade...*

AGRADECIMENTOS

São muitas as pessoas a quem preciso (e quero) agradecer. Primeiramente, agradeço ao Professor Carlos Cosenza, que graças exclusivamente à sua generosidade, aceitou ser meu orientador, e que com seu olhar carinhoso e sorriso pacificador, sabe, como ninguém, fazer sossegar as angústias dos alunos.

Aos Ministros da Fazenda Ernane Galvêas e Maílson da Nóbrega, e ao ex-diretor do Banco Central, José Luiz Miranda, pela gentileza sem par de me concederem entrevistas particulares, essenciais para a realização desta tese.

Ao Professor Forrest Capie, da Cass Business School, Reino Unido, por ter me presenteado com o livro da História do Banco Central da Inglaterra, o *Bank of England*, de sua autoria.

Aos amigos que fiz na COPPE que muito me ajudaram, em especial a Musbah Koleilat Câmara, Simone Aldrey Angelo e Raphael Moraes. Guardo as doces lembranças de nossos estudos até a madrugada no Fundão (para desespero de nossos familiares)!

À querida (e insubstituível) Andréia Lima da Silva Moreira, nossa escudeira mais que fiel, que, muito mais que profissional de alto nível na Secretaria de Pesquisa Operacional, foi (e ainda é) amiga verdadeira, sem a qual não teria transposto os obstáculos impostos pelo sistema estatal/burocrático.

Ao meu amigo e incansável incentivador Jorge Adelino, presente em todos os momentos de minha vida, minha gratidão aumenta a cada conquista, a cada passo...

Um agradecimento muito especial ao meu mestre e amigo Fernando de Holanda Barbosa, que me sugeriu o tema da tese. Suas aulas no mestrado na FGV/EPGE, bem como a orientação na dissertação, exerceram em mim verdadeiro fascínio. Sua simplicidade e honestidade me emocionam, e, especialmente, sua amizade muito me honra. Obrigado, Mestre!

Last but definitely not least, o agradecimento mais importante juntamente com minha família, ao orientador, mestre e amigo tão querido, Claudio Roberto Contador, a quem devo meu doutorado do início ao fim, literalmente. Além da eterna gratidão e amizade, minha admiração por combinar brilhantismo acadêmico a uma alma tão generosa e simples, que me faz lembrar as palavras de Mário de Andrade: “(...) *Quero viver ao lado de gente humana, muito humana; que sabe rir de seus tropeços, não se encanta com triunfos, não se considera eleita antes da hora, não foge de sua mortalidade; quero caminhar perto de coisas e pessoas de verdade*”. Claudio Contador é assim: Gente de verdade!

Ao meu pai, falecido aos 96 anos de idade no início deste curso, agradeço pelo exemplo de vida e especialmente pelo conselho de “nunca desistir de ser feliz...”.

Aos meus sogros, muito mais que minha gratidão, meu amor sincero e minha mais profunda emoção por ter sido acolhido como filho tão amado que sou.

A minha mãe, pelo amor e apoio incondicionais, e pelos valores que construíram meu caráter e que, até hoje, me conservam com alma de menino!

A minha linda e doce filha Rafaela, que tanto me inspira e me presenteia com uma felicidade inimaginável. Seu nascimento se deu pouco antes do início do curso, e ela talvez nem imagine o quanto me ajudou ao longo destes quatro anos.

Por fim, a pessoa mais importante da minha vida, a melhor pessoa que conheci... Aquela que me presenteou com o que há de mais precioso: a própria vida. Minha Mulher, Gabriela, meu único amor. O amor verdadeiro do qual falam as belas canções e filmes nostálgicos, que não pensamos ser possível, mas somente ideal, Gabriela me oferece com seu olhar que me desvenda e me desconcerta. Me dá a certeza de que tudo vai acabar bem, pois ao seu lado todas as coisas ficam pequenas; me dá o conforto do amor sincero, do sorriso inocente de uma menina, e do abraço caloroso da mulher amada; me dá nosso lar, de construção e de harmonia, minha calma e minha razão de viver... Me mostra o verdadeiro conceito de felicidade... Me mostra a mim mesmo, o meu melhor eu.

Resumo da Tese apresentada à COPPE/UFRJ como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Doutor em Ciências (D.Sc.).

OS CINQUENTA ANOS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Marco Ludwik Patrício Krebs

Janeiro/2016

Orientador: Carlos Alberto Nunes Cosenza

Programa: Engenharia de Produção

Este trabalho analisa o impacto da política monetária exercida pelo Banco Central nos mais diversos setores da produção industrial no Brasil, bem como na economia dos principais estados da federação. O estudo é feito através da aplicação de um modelo de autorregressão vetorial correlacionando o hiato da taxa de juros com o hiato do produto de cada setor e de cada estado. Além disso, apresenta a história do Banco Central do Brasil, desde o período que precede sua criação, até o mês de abril de 2015, quando completou 50 anos de funcionamento.

Abstract of Thesis presented to COPPE/UFRJ as a partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Science (D.Sc.).

FIFTY YEARS OF THE CENTRAL BANK OF BRAZIL

Marco Ludwik Patrício Krebs

January/2016

Advisor: Carlos Alberto Nunes Cosenza

Department: Production Engineering

This work analyzes the impact of the Central Bank's actions of monetary policy in most of the production industries in Brazil, as well as in the economy of the main states of the country. The research is made through Vector Autoregressions (VAR) to study the correlation between the interest rate gap and the output gap of each industry and each state. In addition, it presents the history of the Central Bank of Brazil, since the years that preceded its creation, until April, 2015, when it celebrated 50 years of existence.

SUMÁRIO

1	O Problema de Pesquisa	1
1.1	Introdução	1
1.2	Objetivos	2
1.3	Delimitações do Estudo	3
1.4	Relevância do Estudo.....	3
1.5	Organização da Tese	3
2	Metodologia	5
2.1	Hipótese	5
2.2	Tipo de Pesquisa	5
2.3	Universo e Amostra	7
2.4	Coleta de Dados	7
2.5	Tratamento dos Dados	7
3	Os Cinquenta Anos do Banco Central do Brasil	9
3.1	Antecedentes e Criação.....	9
3.2	A Conta Movimento: O Cordão Umbilical entre o BC e o BB.....	21
3.3	A Economia e as Ações do Banco Central nos Diferentes Governos.....	25
3.3.1	Governo Castello Branco (1964-1967)	25
3.3.2	Governo Costa e Silva (1967-1969)	29
3.3.3	Governo Emílio Garrastazu Médici (1969-1974).....	31
3.3.4	Governo Ernesto Geisel (1974-1979).....	33
3.3.5	Governo Figueiredo (1979-1985)	39
3.3.6	Governo Sarney (1985-1990)	47
3.3.7	Governo Fernando Collor de Mello (1990-1992).....	50
3.3.8	Governo Itamar Franco (1992-1994).....	52
3.3.9	Governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2003).....	53
3.3.10	Governo Luís Inácio Lula da Silva (2003-2011).....	62
3.3.11	Governo Dilma Rousseff (2011-).....	66
4	O Banco Central e a Economia Brasileira: O Impacto da Política Monetária .	68
4.1	Introdução	68
4.2	A Taxa de Juros Natural e o Produto Potencial da Economia	69
4.3	O Impacto dos Juros nos diversos Setores da Indústria no Brasil	72
4.4	O Impacto dos Juros na Economia dos Principais Estados da Federação	79
5	Resultados e Conclusões	84
	Referências Bibliográficas	89

Apêndice 1: Regime de Metas de Inflação: Fundamentos Teóricos.....	97
Apêndice 2: Causas do Descumprimento das Metas de Inflação no Brasil.....	101
Apêndice 3: Principais Artigos da Lei 4595/64.....	108
Apêndice 4: Tabela de Dados: Produção da Indústria de Transformação, por ramos, no Brasil	111
Apêndice 5: Tabela de Dados: Produção da Indústria de Transformação Total por Estado	118

LISTA DE FIGURAS

Figura 3.1: Evolução da Taxa de Inflação e do Estoque Real de Moeda M1 de 1900 a 1980	60
Figura 3.2: Evolução da Taxa de Inflação e do Estoque Real de Moeda M1 de 1981 a 1993	60
Figura 3.3: Evolução da Taxa de Inflação e do Estoque Real de Moeda M1 Após o Plano Real.....	61
Figura 3.4: Taxa SELIC versus Taxa de Inflação IPCA entre 2003 e 2015.....	66
Figura 4.1: Indústria de Transformação no Brasil.....	73
Figura 4.2: Bens Duráveis	73
Figura 4.3: Bens Intermediários	73
Figura 4.4: Bens Semiduráveis e Não Duráveis.....	74
Figura 4.5: Bens de Capital	74
Figura 4.6: Bens de Consumo	74
Figura 4.7: Indústria de Alimentos	75
Figura 4.8: Indústria de Bebidas.....	75
Figura 4.9: Indústria de Celulose, Papel e Produtos de Papel	75
Figura 4.10: Indústria Farmacêutica.....	76
Figura 4.11: Indústria de Fumo	76
Figura 4.12: Indústria de Não Metais	76
Figura 4.13: Indústria de Perfumes e Sabões	77
Figura 4.14: Indústria de Materiais Plásticos e Borracha.....	77
Figura 4.15: Indústria de Calçados e Artigos de Couro	77
Figura 4.16: Indústria Têxtil.....	78
Figura 4.17: Indústria de Vestuário e Acessórios.....	78

Figura 4.18: Indústria Metalúrgica	78
Figura 4.19: São Paulo	79
Figura 4.20: Amazonas.....	79
Figura 4.21: Bahia	80
Figura 4.22: Ceará	80
Figura 4.23: Espírito Santo.....	80
Figura 4.24: Goiás	81
Figura 4.25: Minas Gerais	81
Figura 4.26: Pará	81
Figura 4.27: Pernambuco.....	82
Figura 4.28: Paraná.....	82
Figura 4.29: Rio de Janeiro	82
Figura 4.30: Rio Grande do Sul.....	83
Figura 4.31: Santa Catarina	83
Figura 5.1: Relação Juros x Investimento	85
Figura 5.2: Relação Investimento x Trabalho	86
Figura 5.3: Relações Diretas.....	87

1 O Problema de Pesquisa

1.1 Introdução

O Brasil enfrenta, há alguns anos, um sério problema de baixo crescimento econômico, chegando até mesmo a valores negativos de crescimento do PIB, conforme informações das Contas Nacionais. Simultaneamente, com o objetivo de controle da inflação, o Banco Central (BC) tem adotado ações de contração monetária, com elevação sistemática da taxa básica de juros, que é o instrumento de controle de política monetária.

É de conhecimento comum entre os economistas que uma elevação da taxa de juros impacta negativamente o crescimento do PIB no curto prazo. O impacto é explicado pelo efeito multiplicador da teoria de Keynes que, de forma resumida, pode ser explicada da seguinte forma: um aumento dos juros provoca uma redução nos investimentos da Indústria, uma vez que aumenta o custo de oportunidade destes investimentos; uma queda nos investimentos provoca redução do produto e da renda, ocasionando, conseqüentemente, impactos negativos no consumo da sociedade; com a queda da renda, os investimentos da Indústria são novamente afetados de forma negativa com o arrefecimento da economia, fazendo com que o PIB caia mais ainda através do efeito multiplicador.

No longo prazo, o efeito da política monetária no crescimento da economia é motivo de divergência entre as principais correntes de pensamento econômico. A escola de pensamento ortodoxa prega que a política monetária é irrelevante no longo prazo, ou seja, o impacto negativo dos juros se dá somente no curto prazo. Isto se baseia, no fato de que, em uma economia aberta, o aumento da taxa de juros provocado por uma contração monetária torna os títulos domésticos mais atraentes, ocasionando, assim, uma apreciação cambial. O câmbio apreciado faz com que os bens domésticos fiquem mais caros relativamente aos bens estrangeiros, levando a uma queda nas exportações líquidas, queda na demanda por bens domésticos e, conseqüentemente, queda no Produto da economia. Com a queda do Produto, cai também a demanda por Moeda, fazendo com que a taxa de juros de equilíbrio também caia, anulando assim, parte dos efeitos do aumento inicial da taxa de juros. Este modelo é conhecido como sendo o de Mundell-Fleming, numa referência aos economistas Robert Mundell e Marcus Fleming, que o criaram (Blanchard e Johnson, 2013).

A escola estruturalista afirma que a moeda possui impacto no produto da economia no longo prazo, e defende ações anticíclicas em períodos de baixo crescimento, como aumento dos gastos do governo e expansão monetária como ação de política do BC.

A teoria econômica, independentemente da linha de pensamento, analisa impactos da política monetária no produto da economia de um país como um todo.

Entretanto, em se tratando de um país de dimensões e diversidades como o Brasil, algumas questões emergem: de que forma se dá o impacto de uma elevação da taxa de juros nos diversos setores da Indústria? Como as economias particulares das diversas regiões do Brasil reagem a uma determinada ação de política monetária? O impacto da ação do BC se dá de forma homogênea? Houve (e caso afirmativo, qual foi) a influência das ações de política monetária pelo BC na crise atual que o país atravessa?

Durante a pesquisa minuciosa da história do Banco Central do Brasil e seus desdobramentos, foi possível verificar ações governamentais direcionadas a determinadas regiões do país como resposta diferenciada à política monetária contracionista conduzida pelo BC.

Um exemplo ilustrativo se deu em 1967, quando o governo, através do escritório de Pesquisa Econômica Aplicada – EPEA (atual IPEA), criou um mecanismo para contornar o efeito inibidor nos investimentos da elevada taxa de juros. Foi criada uma lei que facilitava a liberação de 60% do imposto de renda para que os investidores, principalmente da região Sudeste, aplicassem recursos em projetos nas regiões deprimidas do país. O EPEA tinha como objetivo aumentar o valor da transformação industrial das regiões Norte e Nordeste através dos investimentos criados para evitar os efeitos negativos de uma elevada taxa de juros nessas regiões.

Evidentemente, os registros históricos são insuficientes para chegarmos a respostas conclusivas, porém sugerem o seguinte questionamento: o impacto da taxa de juros se dá de forma homogênea nas diferentes regiões e ramos de atividade industrial no Brasil?

1.2 Objetivos

O objetivo desta tese é avaliar se o impacto da política monetária do Banco Central ocorre de forma homogênea nos diversos estados da Federação, bem como nos diversos ramos da indústria no Brasil dentro do contexto histórico dos cinquenta anos do Banco

Central do Brasil. Na hipótese do impacto se dar de forma não homogênea, as administrações das economias regionais, bem como dos diversos setores de produção industrial deveriam reagir de forma diferenciada diante de uma determinada ação do Banco Central para contornar quaisquer efeitos inibidores de uma política monetária contracionista.

1.3 Delimitações do Estudo

A principal delimitação da tese é temporal. Somente foi possível obter dados para todas as variáveis simultaneamente a partir de janeiro de 2002. Portanto, as regressões que examinam as relações e correlações dos dados de taxa de juros, nominal e real, e atividade econômica, ambas por estados e setores da indústria, compreendem o período de janeiro de 2002 até dezembro de 2015.

1.4 Relevância do Estudo

A pesquisa possui relevância tanto para o meio acadêmico como para a economia federal, para os governos estaduais e até mesmo para as federações e associações de empresas. No meio acadêmico, serão feitas contribuições no âmbito da teoria econômica, particularmente na questão do impacto real da taxa de juros nos diversos setores da economia.

No tocante à relevância para a sociedade, uma vez identificadas as formas de impacto da taxa de juros nas economias dos diferentes estados e regiões brasileiras, e especialmente, em se confirmando a hipótese que este impacto se dá de forma não homogênea, as administrações destes estados poderão utilizar os resultados desta pesquisa para um planejamento econômico local mais eficaz, tendo em vista a resposta particular da economia daquele estado a elevações da taxa de juros pelo Banco Central. E no tocante às federações e associações de empresas de ramos de atividade específicos, a pesquisa pretende identificar aqueles setores e ramos industriais mais sensíveis à política de juros e desta forma servir de alerta para os efeitos diferenciados de tal política.

1.5 Organização da Tese

A tese está organizada em cinco capítulos. O primeiro capítulo descreve as considerações iniciais acerca do problema de pesquisa, além dos objetivos e relevância do trabalho. O segundo capítulo trata da hipótese e do método de pesquisa. O terceiro capítulo apresenta a história dos cinquenta anos do Banco Central do Brasil, contendo os

anteriores à criação do Banco, a criação propriamente dita, e as ações de política monetária do BC ao longo de sua história nos diferentes governos. O quarto capítulo apresenta o impacto dos juros na economia, subdividido em fundamentos teóricos e uma análise econométrica dos efeitos da taxa de juros nos principais estados da Federação e nos diversos setores da Indústria. O quinto capítulo destina-se aos resultados e conclusões. Completam o trabalho as referências bibliográficas e os apêndices.

2 Metodologia

2.1 Hipótese

A hipótese inicial é que o impacto da taxa de juros na economia dos diversos estados, bem como nas diversas atividades industriais, se dá de forma não homogênea, de tal sorte que estas economias regionais reagiriam de maneiras distintas a aumentos da taxa de juros por parte do Banco Central. De acordo com esta hipótese, o efeito da ação de política monetária contracionista seria sentido mais fortemente em alguns estados e setores de atividade e menos em outros, podendo até ocorrer casos de regiões e setores industriais com ausência de correlação.

2.2 Tipo de Pesquisa

Consideramos as taxionomias de tipos de pesquisa para dar uma adequada estruturação à nossa pesquisa. Vergara (2012) propõe dois critérios básicos: quanto aos fins e quanto aos meios. Quanto aos fins, uma pesquisa pode ser: a) exploratória; b) descritiva; c) explicativa; d) metodológica; e) aplicada; ou f) intervencionista. Quanto aos meios de investigação, pode ser: a) pesquisa de campo; b) pesquisa de laboratório; c) documental; d) bibliográfica; e) experimental; f) *ex post facto*; g) participante; h) pesquisa-ação; ou i) estudo de caso. Vergara ainda descreve cada uma delas.

A investigação exploratória, que não deve ser confundida com leitura exploratória, é realizada em área na qual há pouco conhecimento acumulado e sistematizado. Por sua natureza de sondagem, não comporta hipóteses que, todavia, poderão surgir durante ou ao final da pesquisa.

A pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação.

A investigação explicativa tem como principal objetivo tornar algo inteligível, justificar-lhe os motivos. Visa, portanto, esclarecer quais fatores contribuem, de alguma forma, para a ocorrência de determinado fenômeno. Estudamos esses conceitos com profundidade.

A nossa pesquisa metodológica seguiu os padrões clássicos de um estudo que se refere a instrumentos de captação ou de manipulação da realidade. Está, portanto, associada a caminhos, formas, maneiras, procedimentos para atingir determinado fim.

Quanto à pesquisa aplicada, ela foi fundamental para a interpretação da complexidade das ações do BC. Em qualquer estudo, é motivada pela necessidade de resolver problemas concretos. Tem, portanto, finalidade prática, ao contrário da pesquisa pura, motivada basicamente pela curiosidade intelectual do pesquisador e situada sobretudo no nível da especulação.

A investigação intervencionista tem como principal objetivo interferir na realidade estudada. Não se satisfaz, portanto, em apenas explicar. Distingue-se da pesquisa aplicada pelo compromisso de não somente propor resolução de problemas, mas também de resolvê-los efetiva e participativamente. No nosso estudo, ela não se aplicou pela não necessidade de proposições, que no caso seriam a redução da taxa de juros e o atendimento às diferentes demandas por moeda, que aqui não foram explicitadas no âmbito dos conceitos econômicos.

Assim sendo, de acordo com a taxionomia proposta por Vergara, esta pesquisa caracteriza-se, quanto aos meios:

- Pesquisa de campo, uma vez que foram utilizadas entrevistas com ex-ministros da Fazenda, diretores e ex-diretores do Banco Central do Brasil, que participaram direta ou indiretamente da história do Banco;
- Documental, pois para a pesquisa histórica, foram analisados dados do governo, como a lei que instituiu o Banco Central do Brasil, os planos econômicos lançados por diversos governos ao longo dos cinquenta anos do Banco, e diversas outras ações governamentais (como política fiscal, por exemplo) que tiveram correlação com as ações do BC.
- Bibliográfica, especialmente livros, artigos acadêmicos, jornais e sites na internet;
- Investigação *ex post facto*, uma vez que as manifestações já ocorreram. Já possuímos os dados de atividade econômica, nossa variável dependente, bem como da taxa de juros, a variável independente.

Quant aos fins, a pesquisa caracteriza-se como

- Pesquisa descritiva, pois procura estabelecer correlações entre as variáveis macroeconômicas, expondo características do fenômeno de crescimento das economias regionais e de setores da Indústria.

2.3 Universo e Amostra

A pesquisa abrange os seguintes Estados da Federação com dados da Indústria de transformação: Pernambuco, Bahia, Ceará, São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Espírito Santo, Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul, Pará, Goiás e Amazonas.

Quanto aos setores da Indústria brasileira, foram analisados dados da Indústria de transformação, de bens de capital, bens de consumo, bens duráveis, bens semiduráveis e não duráveis, bens intermediários, não metálicos, Indústria metalúrgica, Indústria de celulose, papel e produtos de papel, Indústria farmacêutica, Indústria de perfume e sabões, Indústria de material plástico e borracha, Indústria têxtil, Indústria de vestuário e acessórios, Indústria de calçados e artigos de couro, Indústria de alimentos, Indústria de bebidas e Indústria de fumo.

2.4 Coleta de Dados

As informações disponibilizadas nesta tese foram coletadas de diversas fontes: a pesquisa bibliográfica, essencial para a parte histórica do trabalho, foi realizada em livros, artigos, legislação, além de *sites*. A pesquisa de campo, também com o objetivo de enriquecer a parte histórica, utilizou entrevistas com personagens que fizeram parte da história do Banco Central do Brasil, como ex-ministros da Fazenda, ex-presidentes do BC, ex-diretores etc. A pesquisa documental apresenta dados como a lei que criou o Banco Central, suas atribuições, regulamentações etc.

Quanto aos dados relativos a juros e atividade econômica, as fontes utilizadas foram o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, e o próprio Banco Central do Brasil.

2.5 Tratamento dos Dados

Os dados com os quais trabalharemos são referentes a variáveis macroeconômicas, como juros e produto da economia. De acordo com os objetivos estabelecidos para este estudo, o método universalmente adotado pela literatura é o de

autorregressões vetoriais – VAR (Vector Autoregressions). VAR é um tipo de regressão muito frequentemente utilizado na previsão de sistemas de séries temporais intercorrelacionadas e para analisar o impacto dinâmico de perturbações aleatórias no sistema de variáveis. É particularmente eficaz para o tratamento de variáveis macroeconômicas.

Por sua vez, a análise do VAR se dá, também de forma universal, através do software econométrico *EViews*.

3 Os Cinquenta Anos do Banco Central do Brasil

3.1 Antecedentes e Criação

Em meados da década de 1930, alguns dos principais países da América do Sul, como Chile e Argentina, já haviam criado seus bancos centrais, assim como praticamente todos os países mais importantes do mundo. O Federal Reserve, banco central norte americano, foi criado em 1913. O banco central inglês, *Bank of England*, segundo mais antigo do mundo, foi criado ainda no final do século XVII, em 1694. O banco central mais antigo do mundo é o da Suécia, criado em 1668, e foi o responsável pela instituição do prêmio Nobel de Economia, em 1969, cujo nome é “Prêmio do Banco da Suécia em Ciência Econômica em Memória de Alfred Nobel” (A Fundação Nobel premia, desde 1901, as áreas de Física, Química, Medicina ou Fisiologia, Literatura e Paz, não havendo, portanto, premiação para economia até 1969).

No Brasil, a autoridade monetária era o Banco do Brasil e continuou a ser até mesmo depois da criação do Banco Central do Brasil, que só se daria em 1964. Em 1918 o Deputado Sampaio Vidal apresentou projeto na Câmara dos Deputados que instituía o monopólio da emissão de moeda e transformava o Banco do Brasil em “Banco Central de Emissão”, porém o projeto não prosperou (Novelli, 2002). Em 1922, em Gênova, ocorreu a Conferência Financeira Internacional que alertou para a importância da criação de um banco central, não só com o propósito de facilitar a restauração e a manutenção da estabilidade de seus sistemas bancários, como em benefício da cooperação mundial (Coimbra, 1993).

O presidente Artur Bernardes, que governou o Brasil de 1922 a 1926, defendia a transformação do Banco do Brasil em banco central e o presidente Washington Luís, que o sucedeu até 1930, estava convencido das vantagens da criação de um banco central moderno (Novelli, 2002 e Fritch, 1990). Washington Luís, inclusive, informou ao Congresso Nacional que mantinha contatos com autoridades monetárias dos Estados Unidos e Inglaterra para a transformação do BB em banco central como uma das medidas para enfrentar a crise do café (Galvêas, 1982). Para ele, a criação do banco central era talvez a mais importante contrapartida para o recebimento da ajuda financeira da Casa Rothschild, que, além disso, também condicionava a concessão de créditos a uma política de estabilização cambial (Abreu, 1974).

Em 1930, no programa financeiro elaborado pelo Ministro da Fazenda José Maria Whitaker, previa-se a criação de um “Banco Central de Reserva, independente e de orientação ortodoxa” (Galvêas, 1982).

Em 1931, surgiria a proposta mais sistemática de criação de um banco central, com a visita de Sir Otto Niemeyer do *Bank of England* ao Brasil. Ele recomendava “a constituição de um Banco Central de Reservas, com as funções de monopólio de emissão, banqueiro do governo e guardião das reservas bancárias e as outras funções geralmente exercidas por bancos centrais” (Niemeyer, *apud* Carone, 1974 e Novelli, 2002).

Sir Otto Niemeyer sustentava que a confiança no futuro do Brasil dependeria basicamente da confiança interna e externa, na estabilidade do sistema monetário. À época, como já citado, os principais países desenvolvidos já haviam criado um banco central, que, de acordo com Niemeyer, tinha como uma das finalidades criar e alimentar tal confiança.

Sir Otto Niemeyer ia mais além: “Não é suficiente que um país organize um banco central. Deve ser um banco central autêntico operando exclusivamente como banco central e não fundamentalmente como um banco comercial cumprindo apenas algumas funções de banco central” (Niemeyer, *apud* Abreu, 1974 e Novelli, 2002), situação que representava exatamente o caso brasileiro, onde este banco era o Banco do Brasil (BB).

Neste sentido, foram consideradas duas alternativas: a primeira seria a transformação do BB em um banco central ortodoxo; a segunda, a criação de um órgão completamente novo, que teria o monopólio de emissão e as outras funções de um banco de reserva. Devido ao papel importante e complexo desempenhado pelo Banco do Brasil como banco comercial, e sobretudo ao seu enorme poder, o relatório da Missão Niemeyer propunha a adoção da segunda alternativa.

Porém, o banco central não foi criado. Um dos motivos foi a necessidade de um empréstimo externo de 16 milhões de libras para o banco utilizar como reserva, inviável à época.

Em 1937, o então Ministro da Fazenda Artur de Souza Costa lançou a primeira proposta formal de criação de um banco emissor único dedicado à gestão da moeda puramente fiduciária, o Banco Central de Reserva do Brasil. De acordo com o projeto

de Souza Costa, o novo banco central regularia o meio circulante, mas não com a preocupação de manter constante determinada taxa cambial. O objetivo seria conservar os preços em níveis que permitissem que a produção nacional competisse adequadamente nos mercados internacionais (Senna, José Júlio, 2010).

O projeto de Souza Costa não foi adiante, devido a interesses em torno do Banco do Brasil para que este não perdesse parte do seu poder, fato que também explica a criação tão tardia de um banco central no Brasil.

A reunião de Bretton Woods em 1944 teve como resultado, entre outros, a criação de duas importantes instituições: o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional – FMI. O primeiro tinha como objetivo inicial financiar a retomada do crescimento econômico dos países de uma forma geral, particularmente os mais atingidos pela Segunda Guerra Mundial, cujo final se anunciava próximo. O FMI, de saída, enfatizou a necessidade de cada país possuir um banco central independente, que pudesse administrar as políticas monetária e cambial.

Na equipe que representou o Brasil na reunião de Bretton Woods, estavam os economistas (ilustres) Eugênio Gudín e Octávio Gouvêa de Bulhões. Após os vigorosos debates que permearam a reunião, que também contou com a presença de John Maynard Keynes, os professores Gudín e Gouvêa de Bulhões regressaram ao Brasil com a ideia de criar um banco central brasileiro. No entanto, enfrentaram enorme resistência.

Primeiramente, havia uma forte oposição na Câmara dos Deputados à ideia de criação de um Banco Central que diminuísse o papel e os poderes do Banco do Brasil. Naturalmente, o próprio Banco ofereceu sua resistência pelas mesmas razões.

Com a anuência do Ministro da Fazenda Artur de Souza Costa, Octávio Gouvêa de Bulhões iniciou uma série de reuniões com o Diretor Superintendente do Banco do Brasil, José Vieira Machado, na tentativa de persuadi-lo. O esforço, entretanto, foi em vão.

De acordo com entrevista com o ex-ministro da Fazenda e ex-presidente do Banco Central, Ernane Galvêas, o Professor Bulhões, através de extrema habilidade e sagacidade que lhe eram peculiares, propôs, neste momento, a criação de um órgão intermediário, que viria a ser o embrião do Banco Central. Este órgão controlaria a oferta de crédito e Moeda, naturalmente sem o poder de impressão de papel-moeda. Bulhões

elaborou o projeto juntamente com Vieira Machado e o convidou para ser o diretor-executivo do órgão, que viria a ser a Superintendência de Moeda e Crédito – SUMOC.

Bulhões pretendia que a SUMOC fosse subordinada exclusivamente ao seu Conselho, composto pelo Ministro da Fazenda, pelo seu diretor executivo, e pelos diretores da Carteira de Câmbio, da Caixa de Mobilização Bancária – CAMOB e da Carteira de Emissão e Redesconto – CARED, e do BB. José Vieira Machado sugeriu alterações à proposta de Bulhões. A SUMOC deveria subordinar-se ao Ministro da Fazenda e vincular-se ao BB, cujo presidente integraria o seu Conselho. Sugeriu ainda que a denominação “diretor-executivo” fosse alterada para “superintendente”, cargo inferior ao de diretor na hierarquia do BB (Fonseca, *apud* Almeida, 1992 e Novelli, 2002).

O desenho da instituição criada ficou mais próximo das propostas de Vieira Machado, na medida em que a SUMOC ficou subordinada ao Ministro da Fazenda e ao seu Conselho, do qual passou a fazer parte o presidente do BB. No entanto, Bulhões conseguiu que se mantivesse o status de diretor-executivo, contrariando a proposição de Vieira Machado (Almeida, 1992).

A SUMOC foi então criada pelo artigo 1º do Decreto-lei nº 7.293/45, subordinada ao Ministro da Fazenda, “com o objetivo imediato de exercer o controle do mercado monetário e preparar a organização do Banco Central” (Novelli, 2002). Embora tenha sido inicialmente concebida por Bulhões, a SUMOC não chegou a ser uma agência com maior independência, principalmente em relação ao BB, mas também perante o Ministério da Fazenda.

A SUMOC, na condição de órgão intermediário e embrionário, teria, ao menos em tese, uma vida curta até que fosse criado definitivamente o Banco Central do Brasil. A ideia do Professor Bulhões seria de um a dois anos de duração, aproximadamente. Entretanto, foram necessários vinte anos para que o Brasil criasse um banco central independente, que só teve início em abril de 1965.

Este episódio histórico ilustra de forma inequívoca o poder do Banco do Brasil, que mesmo com a criação do Banco Central do Brasil, ainda não perderia o status de autoridade monetária.

José Vieira Machado ficaria no cargo de Diretor-Executivo da SUMOC por cinco anos, sendo sucedido por Walter Moreira Salles. Em sua gestão, foi criada uma assessoria técnica do órgão cuja chefia coube a Herculano Borges da Fonseca, que havia

sido chefe de gabinete de Vieira Machado no Banco do Brasil. Por sua vez, Fonseca convidou economistas do Banco do Brasil para integrar a assessoria técnica da SUMOC, entre eles Ernane Galvêas, que posteriormente viria a ser presidente do Banco Central no governo Costa e Silva e Ministro da Fazenda no governo João Figueiredo.

A SUMOC possuía um conselho próprio, o Conselho Nacional da SUMOC, que era presidido pelo Ministro da Fazenda e composto pelo seu diretor-executivo, pelo presidente do BB, e pelos diretores de Câmbio, CARED e CAMOB do BB. Seria o primeiro esforço de modelo de entrosamento entre políticas fiscal e monetária no país.

Ao longo dos vinte anos de existência da SUMOC, havia formalmente uma divisão clara de tarefas entre ela e o BB: o Conselho da SUMOC era a instância de cúpula e normativa, ou seja, a SUMOC exercia o controle e a fiscalização, e o BB executava. Em relação à emissão de moeda, a questão era mais complexa (Orenstein e Sochaczewski, 1990).

O órgão emissor de papel-moeda era a Caixa de Amortização do Tesouro Nacional, que, no entanto, não tinha poderes para colocá-lo em circulação. Esta atribuição era exclusiva da Carteira de Redescontos, que, não obstante estar inserida no Banco do Brasil, tinha contabilidade independente. Esta carteira, por sua vez, não tinha estrutura operacional para distribuir o papel-moeda, serviço que era realizado pelo Banco.

O mecanismo era então o seguinte: o Banco necessitava de papel-moeda para seu própria caixa ou para repassar aos bancos comerciais de que ele era depositário das reservas voluntárias. Para isso, levava à Carteira de Redescontos (CARED) títulos comerciais ou notas promissórias de suas operações correntes, que redescontava em troca de papel-moeda.

A CARED, por sua vez, solicitava ao Tesouro um empréstimo de papel-moeda. Teoricamente, portanto, o papel-moeda era emitido garantido por legítimas operações comerciais como mandam os manuais de banco central. Uma vez vencendo os títulos redescontados, o Banco resgatava o papel-moeda à CARED, e esta o devolvia ao Tesouro para incineração na Caixa de Amortização (Novelli, 2002).

Esta mistura de banco comercial e autoridade monetária era considerada prática inadequada de banco central pela simples razão de que não existiam limites rígidos à emissão de papel-moeda. De fato, no curto prazo, a limitação era de que o débito da CARED para com o Tesouro por conta de papel-moeda emitido não podia ultrapassar

25% das disponibilidades em ouro e divisas. No entanto, no longo prazo, tal limitação não existia, pois toda vez que a CARED atingia este limite, o Congresso Nacional votava uma lei “encampando” a emissão realizada pelo Tesouro. Isto é, o Tesouro passava a ser o responsável pelo papel-moeda *em circulação*, cancelando-se os débitos da CARED, Banco do Brasil e Tesouro (Orenstein e Sochaczewski, 1990).

A SUMOC serviu para preparar e treinar pessoal para assumir o futuro Banco Central do Brasil, e a criação do Conselho da SUMOC serviu para “combinar a política fiscal com a política monetária”, em que seus componentes “eram obrigados a deliberar e discutir” questões fiscais e monetárias (Bulhões, 1990).

Talvez mais importante tenha sido o papel simbólico da SUMOC, ou seja, a criação de uma agência preocupada exclusivamente com questões de *central banking*, e de um Conselho composto pelas principais agências estatais, em que estas questões eram discutidas (Almeida, 1992).

Infelizmente, duas frustrações tornam-se evidentes com relação à SUMOC. A primeira diz respeito à sua duração. Conforme já mencionado, a ideia do Professor Bulhões era de que a SUMOC fosse um órgão embrionário do Banco Central do Brasil, de caráter intermediário entre o BB e este último, e, naturalmente, de curta duração, diferentemente dos seus vinte anos de existência.

A segunda frustração diz respeito ao fato que a SUMOC não logrou atingir os objetivos para os quais foi criada, em grande medida porque suas funções executivas de banco central ficaram no BB, o que a impediu de realizar suas tarefas. Mas não só isso. Vale lembrar que o BB ocupou a posição majoritária no Conselho da SUMOC, inibindo essas iniciativas. O poder exercido pelo Banco do Brasil foi, certamente, o principal fator de retardo da criação de uma instituição monetária independente no Brasil.

Em 1947, o Ministro da Fazenda do Governo Dutra, Pedro Luiz Corrêa e Castro, enviou para a Câmara dos Deputados um projeto de reforma bancária que estabelecia a criação de um Conselho Monetário, de um Banco Central com o “privilegio de emissão de notas de curso forçado e o monopólio do câmbio” (Galvêas, 1982) e de cinco bancos de economia mista especializados. Após tramitar em diversas comissões, o projeto recebeu, em 1954, uma nova redação proposta na forma de substitutivo pelo deputado Daniel Faraco, relator da Subcomissão de Reforma Bancária da Comissão de Economia e Finanças.

Em 1959, Nogueira da Gama preparou novo substitutivo que foi aprovado pela Comissão de Constituição e Justiça. Encaminhado à Comissão de Economia, esta criou, em 1962, uma Comissão Especial, cujo relator foi novamente Daniel Faraco. Durante o Governo Goulart foram enviados ao Congresso Nacional dois projetos de reforma: o primeiro no regime parlamentarista e o segundo no regime presidencialista, cujo relator foi o deputado José Maria Alkmin.

O substitutivo Faraco de 1954 não deixava claro qual seria o papel do Conselho Monetário Nacional (CMN), mas somente que este contaria com 16 membros. O Banco Central do Brasil, com 6 diretores, seria o órgão executivo do CMN, mas teria também funções normativas. SUMOC, CARED e CAMOB seriam extintas (Novelli, 2002).

O substitutivo Gama, de 1959, colocava o CMN, que teria 20 membros, como o órgão de cúpula do sistema financeiro nacional. O Banco Central do Brasil (BC), com 6 diretores, seria apenas órgão executivo do CMN. Assim como no substitutivo anterior, Sumoc, CARED e CAMOB seriam extintas.

O substitutivo Faraco, de 1962, incorporou a separação de tarefas entre CMN e BC prevista no substitutivo Gama. Além disso, reduziu a composição do CMN para 5 membros: Ministro da Fazenda e presidentes do BC, BB, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE, que posteriormente passou a ser Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES) e Banco Rural do Brasil (a ser criado) e instituiu uma Comissão Consultiva com 9 membros para funcionar junto ao CMN. O BC teria um presidente e quatro diretores nomeados pelo Presidente da República, exigindo-se de pelo menos dois de seus membros experiências em atividades financeiras de, no mínimo, 10 anos.

Entre agosto e dezembro de 1962, 118 emendas foram apresentadas. Dentre as 45 emendas da União Democrática Nacional (UDN), havia, de um lado, um subgrupo que pretendia a criação de um banco central como sociedade de economia mista, e de outro lado, um subgrupo que queria um banco central com maiores poderes de fiscalização. Já entre as 65 emendas do Partido Trabalhista Brasileiro (PTB) e as 6 do Partido Social Democrático (SPD) havia aquelas que defendiam a transformação do BB em Banco Central.

O primeiro projeto no Governo João Goulart transformava a SUMOC em autarquia federal, que ficaria encarregada de executar as políticas estabelecidas pelo CMN. Para tanto, CARED, CAMOB e CACEX – Carteira de Comércio Exterior – seriam transferidas para a SUMOC. O CMN seria composto pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, o diretor executivo da SUMOC e, presidentes do BB e do BNDE. O segundo projeto previa que na composição do CMN seriam incluídos três membros indicados pelo Presidente e aprovados pelo Senado, que também passaria a aprovar a indicação do diretor-executivo da SUMOC.

As principais modificações previstas pelo substitutivo Alkmin transformavam, na prática, o BB em banco central, uma vez que a SUMOC limitar-se-ia aos serviços de fiscalização bancária e as funções de banco central ficariam no BB.

Com a mudança de regime em março de 1964, o substitutivo Alkmin, que havia sido aprovado pela Comissão Especial em dezembro de 1963, voltou a ser objeto de discussão e o deputado Ulysses Guimarães (PSD) nomeado seu relator. A SUMOC seria transformada em autarquia, como propunha o primeiro projeto do Governo Goulart. As maiores polêmicas giraram em torno da composição do CMN. Foi este substitutivo que se tornou a Lei 4.595/64.

Neste momento, é de vital importância uma análise cuidadosa dos cenários político e econômico do país nos dois anos que antecederam a criação do BACEN.

Após a criação da Lei de Remessa de Lucros (setembro de 1962, ainda no período parlamentarista), houve uma expressiva deterioração da situação política no Brasil. Tal Lei limitava em 10% sobre o capital registrado, as remessas de lucro ao exterior; considerava as remessas em excesso a esse limite como retorno de capital; e determinava que os lucros em excesso ao mesmo limite, quando não remetidos, seriam registrados como capital complementar, não dando direito à remessa de lucros no futuro. Como resultado, o volume líquido de investimentos externos a ingressar no país caiu cerca de 40%, de uma média anual de US\$ 150 milhões no período 1956-62, para menos de US\$ 90 milhões em 1963. Essa guinada à esquerda do governo teve papel decisivo no fracasso da missão a Washington em março de 1963 pelo presidente João Goulart, com o Brasil já de volta ao regime presidencialista. A missão tinha à frente o Ministro da Fazenda, San Tiago Dantas, que foi encarregado de renegociar o reescalonamento da dívida externa e obter ajuda financeira adicional.

Após o fracasso da missão, o presidente João Goulart decidiu restituir os subsídios ao trigo e ao petróleo, que haviam sido abolidos em janeiro de 1963, aumentou em 60% os vencimentos do funcionalismo e reajustou o salário mínimo em 56%, o que significava um rompimento total com qualquer aspecto ortodoxo da condução da economia, comprometendo de forma definitiva o balanço das contas públicas. A taxa de inflação mensal – que em abril atingira 1,6%, tornou a se acelerar em maio (4,0%), chegando ao patamar de 100% ao final de 1963/início de 1964.

Houve um acentuado descontrole das contas públicas com a permanência do déficit do balanço de pagamentos, um aumento significativo da oferta de moeda a partir de maio de 1963, além da já mencionada redução das entradas autônomas de capitais. Por fim, teve início uma forte desaceleração da atividade econômica.

Em 31 de março de 1964, a inflação estava fora de controle. Nos primeiros três meses do ano, a variação acumulada de preços chegava a 27,6%. Mantido este ritmo, a inflação anual chegaria a 165% em dezembro de 1964. Paralelamente, no campo político, agravava-se a radicalização no país. Foi neste cenário que assumiu a presidência o Marechal Humberto de Alencar Castello Branco.

O novo chefe de Estado do Brasil foi assessorado por técnicos de alto nível sobre as reformas a serem implementadas na estrutura econômica brasileira. Havia na equipe ministerial do Presidente Castello Branco dois destes técnicos com reconhecido brilhantismo. O primeiro, já mencionado anteriormente, era o Professor Octávio Gouvêa de Bulhões, então Ministro da Fazenda, cujas obras “À Margem de um Relatório” (Edições Financeiras, 1950) e “Problemas Monetários de Desenvolvimento Econômico Equilibrado”, editado por Carlos Manuel Pelaez, foram algumas das referências para as reformas que resultaram em um desenvolvimento com estabilidade de preços no longo prazo.

O segundo técnico era o economista e diplomata Roberto de Oliveira Campos, embaixador do Brasil em Washington no governo João Goulart, e Ministro do Planejamento de Castello. Campos já havia atuado em governos anteriores, tendo participado de forma importante no “Plano de Metas” do governo Juscelino Kubitschek, quando sugeriu que se fizesse um plano mais amplo visando combater o déficit público e equilibrar as contas externas através de uma reforma cambial.

Os economistas tinham, através dos anos, desenvolvido um enfoque pragmático sobre a estabilização monetária. Portanto, combater a inflação transformara-se no principal objetivo do governo, cujo posicionamento em nada combinava com o projeto de transformação do Banco do Brasil em banco central que tramitava no Congresso.

Apesar de todos os esforços dos novos Ministros da área econômica, somente no último dia do ano de 1964, foi oficialmente criado o Banco Central do Brasil. Houve finalmente uma importante reforma do mercado monetário brasileiro, que alterou consideravelmente a estrutura financeira do país, através da lei nº 4.595/64. Além do Banco Central, que substituiu a SUMOC, foi criado pela nova lei o Conselho Monetário Nacional (CMN). Criou-se, então, o Sistema Financeiro Nacional, que era composto pelos recém-criados Conselho Monetário Nacional e Banco Central, além do Banco do Brasil, BNDE (atual BNDES) e demais instituições financeiras públicas e privadas.

A reforma bancária também estava ligada ao crescimento industrial da economia brasileira, que necessitava de uma nova forma de financiamento, na medida em que “constituído quase exclusivamente de haveres monetários e débitos bancários, o sistema financeiro não oferecia alternativas não inflacionárias para a expansão do crédito. (...) O crédito no longo prazo para financiar o investimento fixo das empresas industriais era praticamente inexistente” (Suzigan *et al.*, 1974 *apud* Novelli, 2002).

O artigo 2º da Lei nº 4.595/64 extinguiu o Conselho da SUMOC e criou o CMN “com finalidade de formular a política da moeda e do crédito”. A ideia de criar o CMN foi de Octávio Gouvêa de Bulhões, então Ministro da Fazenda, que também havia criado o Conselho da SUMOC, 20 anos antes. O artigo 3º trata dos objetivos do CMN e é descrito no apêndice 3.

A lei ainda estabelecia que os Ministros da Indústria e Comércio e do Planejamento poderiam participar das reuniões, mas sem direito a voto. Na ausência do Ministro da Fazenda, este seria substituído na presidência do Conselho pelo Ministro da Indústria e Comércio, e na ausência de ambos, pelo Ministro do Planejamento.

Dos nove integrantes do CMN com direito a voto, três poderiam ser demitidos a qualquer momento, enquanto seis teriam mandato de prazo fixo. Portanto, estava finalmente criado um banco central independente no Brasil. Porém, a demora em fazê-lo ilustra a enorme resistência enfrentada para alterar o funcionamento do Banco do Brasil. Vale ressaltar que este ainda continuou como autoridade monetária e se manteve ligado

ao Banco Central por mais 21 anos, através da chamada Conta Movimento, que será vista com mais detalhes adiante, extinta somente em 1986.

A SUMOC foi transformada em autarquia federal, com sede na capital da República, passando a se chamar Banco Central da República do Brasil, que através do Decreto-lei nº 278, de 28 de fevereiro de 1967, teve seu nome finalmente alterado para **Banco Central do Brasil**. Trata-se de um órgão executivo, pois de acordo com o artigo 9º, o BACEN deveria “cumprir a fazer cumprir” as suas atribuições legais e as normas emanadas do CMN.

Foram transferidas para o BC as funções relativas ao meio circulante executadas pela Caixa de Amortização do Ministério da Fazenda, de autorização de funcionamento e fiscalização de cooperativas de crédito realizadas pelo Ministério da Agricultura, de fiscalização bancária exercidas pelo BB, assim como as funções da CARED e da CAMOB do BB. Com relação à política cambial, as funções normativas foram transferidas para o CMN, enquanto as funções executivas dividiram-se entre o BC e o BB. As operações do BC seriam realizadas somente com instituições financeiras.

As funções do Banco Central da República do Brasil são definidas pelos artigos 10 e 11 da Lei nº 4.595/64, expostos no apêndice 3.

Em resumo, o BC deveria implementar as normas sugeridas pelo CMN, emitiria o dinheiro brasileiro, tomaria conta dos serviços requeridos pelo estoque de Moeda, receberia os depósitos compulsórios dos bancos privados, executaria as operações de redesconto e empréstimos com os bancos e instituições financeiras, controlaria o crédito e o capital estrangeiro, receberia os depósitos cambiais e de ouro, e supervisionaria as instituições financeiras.

Definiu-se que a Diretoria do BC seria composta por 4 membros, sendo um destes o presidente, e que os demais diretores seriam escolhidos entre os 6 membros indicados para o Conselho Monetário Nacional. A organização e a forma de funcionamento do Banco Central seriam especificadas pelo regimento interno do banco.

As receitas do BC teriam origem: i) nos juros de redescontos de empréstimos e de outras aplicações de seus recursos; ii) no resultado das operações de câmbio, de compra e venda de ouro e quaisquer outras operações; iii) na arrecadação da taxa de fiscalização das instituições financeiras; e iv) nas receitas eventuais, inclusive multa e mora.

Como forma de garantir o apoio dos congressistas para a aprovação da Lei nº 4.595/64, foram atribuídas ao BC funções de fomento (Nogueira, 1993). Essas funções não estavam previstas no art. 54, como normalmente é apontado. Este artigo reza que o “Poder Executivo” deveria apresentar um projeto de lei institucionalizando o crédito rural. Neste caso, estavam determinadas estas funções na Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, que institucionalizou este tipo de crédito e no Decreto nº 58.380, de 10 de maio de 1966, que aprovou o regulamento do crédito rural.

É no artigo 11, item II, da Lei 4.595/64 que as funções de fomento estão previstas: “promover, como agente do Governo Federal, a colocação de empréstimos internos ou externos, podendo também, encarregar-se dos respectivos serviços”.

O recrutamento dos funcionários do Banco Central da República do Brasil dar-se-ia da seguinte forma: a) por concurso público de provas ou de títulos e provas; b) por requisição junto ao BB e a outras instituições financeiras federais; e c) por requisição a outras instituições, cujos funcionários já prestassem serviços à SUMOC há mais de 1 ano. Foi definido que, durante 10 anos, os funcionários poderiam optar entre permanecer no BC (com anuência da diretoria) ou voltar para o órgão de origem.

Com a criação do BC, o Banco do Brasil tornou-se instrumento de execução da política creditícia e financeira do Governo Federal, cabendo-lhe: a) como agente financeiro do Tesouro: i) receber tributos a crédito do Tesouro; ii) realizar pagamentos previstos no orçamento da União; e iii) executar a política de preços mínimos; b) executar os serviços bancários do Governo Federal e do BC (mediante contrato); c) arrecadar os depósitos voluntários das instituições financeiras; d) executar os serviços de compensação de cheques e outros papéis; e) realizar a compra e a venda de moeda estrangeira, por conta própria ou por conta do BC; f) executar a política de comércio exterior; g) financiar as atividades industriais e rurais (estas com favorecimento); e h) difundir e orientar o crédito, suplementando a rede bancária: i) levando em conta as diferenças entre as regiões do país; e ii) no financiamento do comércio exterior.

Porém, o Banco do Brasil permaneceu ainda com funções de banco central, como já mencionado anteriormente, sendo também uma autoridade monetária. Outras funções de banco central incluem: agente financeiro do Tesouro; recebedor dos depósitos voluntários das instituições financeiras; e executor da compensação de cheques. Além disso, o orçamento monetário deveria ser elaborado em conjunto com o BC.

A lei deu ao Banco do Brasil a função de agente financeiro do governo, cabendo-lhe principalmente, e sem prejuízo de suas atividades comerciais, receber tributos e rendas federais, efetuar pagamentos e suprimentos necessários à execução do orçamento Geral da União, executar a política de preços mínimos de produtos agropastoris, e receber em depósito, com exclusividade, as disponibilidades de quaisquer entidades federais (Senna, 2010).

3.2 A Conta Movimento: O Cordão Umbilical entre o BC e o BB

A Lei nº 4.595/64 foi sancionada no dia 31 de dezembro de 1964. O Banco do Brasil criou um grupo de trabalho envolvendo, especialmente, o corpo da SUMOC, bem como do BB, para estudar a implementação desta lei, uma vez que ela reformularia o papel do BB. O prazo para a lei entrar em vigor era de três meses, ou seja, 1º de abril de 1965. Em meados do mês de março (1965), as pessoas envolvidas no referido trabalho se deram conta de que o prazo seria insuficiente.

De acordo com entrevista com o ex-ministro da fazenda Maílson da Nóbrega, o BB, então, propôs ao diretor-executivo da SUMOC, Dênio Nogueira, que viria a ser o primeiro presidente do Banco Central, um adiamento. Ciente das inúmeras dificuldades e resistências por parte do BB enfrentadas para que, finalmente, pudesse ser aprovada a lei que criava o Banco Central (da República) do Brasil, mesmo em se considerando o regime militar em vigor (tamanho era a força do BB como instituição, bem como dos grupos que recebiam crédito e subsídio dele, especialmente o setor agrícola), Nogueira negou veementemente.

Primeiramente, à guisa de ratificação, houve uma enorme resistência do Banco do Brasil e de sua (influyente) bancada de deputados na Câmara à ideia de se criar o Banco Central do Brasil. A SUMOC, órgão embrionário do BC, que a princípio teria curta duração, sobreviveu por vinte anos como um sinal de postergação da criação do Banco Central. Posteriormente, como já mencionado, inúmeros foram as tentativas na forma de propostas parlamentares para a criação do BC.

A solução sugerida por Nogueira foi que se iniciasse o funcionamento do BC, e depois as relações entre ele e o BB iriam se normalizando com o tempo. O BB então, às vésperas de 1º de abril de 1965, elaborou uma carta propondo as normas de relacionamento com o Banco Central.

A fim de facilitar o acerto de pendências que fatalmente existiriam entre o Banco do Brasil e o recém-criado Banco Central, foi criada uma conta corrente que unia as duas instituições, chamada **Conta Movimento**. Segundo Maílson da Nóbrega, já existia um mecanismo desse tipo nas relações entre o Banco do Brasil e a SUMOC. Na teoria, a conta movimento seria de caráter provisório, e funcionaria até a normalização das atividades do BC. Mais uma vez na história, o Banco do Brasil daria uma demonstração de poder. A conta movimento teve 21 anos de existência, sendo extinta somente em 1986, e durante todo este período, conferiu ao BB o status de autoridade monetária, juntamente com o Banco Central.

Inicialmente, o objetivo da Conta Movimento era, segundo Novelli (2002), de registrar a arrecadação da taxa de fiscalização das instituições financeiras, bem como dos outros pagamentos e recebimentos do BC. Sobre a conta não incidiriam juros, pois seu saldo “seria” nivelado diariamente (grifo do autor). No final de 1965, o saldo era credor (para o Banco Central) e, desde então, nunca foi zerado.

À época, imaginava-se que o Banco do Brasil seria credor do Banco Central, e teria uma remuneração através da Conta Movimento. O que se verificou posteriormente foi a criação de um sistema onde o BB concedia crédito, especial e particularmente ao setor rural, independentemente de possuir ou não os recursos.

De acordo com Malan (2001), para compensar o Banco do Brasil pela perda dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais, a instituição recebeu do Banco Central um empréstimo de igual valor e maturidade indefinida, a juros simbólicos de 1% ao ano.

Estava criada uma situação de caráter esdrúxulo, que impedia o Banco Central de possuir o controle absoluto da política monetária, e conseqüentemente, um estorvo para o combate à inflação.

Segundo José Júlio Senna (2010), a Conta Movimento era uma conta corrente mantida pelo Banco Central no Banco do Brasil. Nela se registravam os valores correspondentes às operações realizadas entre as duas instituições. Os lançamentos eram automáticos e o saldo crescia devido à transferência líquida de recursos do Banco Central para o Banco do Brasil.

Em 31 de dezembro de 1981, o valor da conta era igual à base monetária e correspondia a 50% dos meios de pagamento. O saldo figurava no ativo do Banco Central e no passivo do Banco do Brasil (Malan, 2001).

Ainda de acordo com Senna (2010), os depósitos voluntários dos bancos comerciais permaneceram no Banco do Brasil, que continuou responsável pelo serviço de compensação de cheques. Isso reforçava ainda mais o caráter de autoridade monetária do Banco do Brasil. O balanço das autoridades monetárias precisava envolver a consolidação dos balanços das duas instituições. Nessa consolidação, a Conta Movimento desaparecia contabilmente, embora isso não fosse verdade no tocante aos efeitos macroeconômicos derivados de sua existência.

A Conta Movimento fez com que as operações do Banco do Brasil continuassem com o poder de afetar a oferta monetária. Ou seja, as preocupações por parte do BB que adiaram por duas décadas a criação do Banco Central do Brasil foram desnecessárias, tendo em vista a manutenção do poder da instituição. Naturalmente, este fato causou frustração naqueles que idealizaram um banco central autônomo no Brasil, entre eles, Casimiro Ribeiro, membro da primeira diretoria do BC, que chefiara a seção de estudos econômicos da SUMOC e dirigira a carteira de redescontos do Banco do Brasil.

A operacionalização da política monetária não se fazia alterando a taxa básica de juros. Segundo Pastore e Pinotti (2007), somente era possível fazer política monetária controlando a base monetária e os demais agregados monetários, inclusive o crédito bancário. A base monetária é o passivo monetário líquido das autoridades monetárias retido pelo público, e, como no conjunto das autoridades monetárias figurava o Banco do Brasil, aquele passivo monetário deveria incluir os depósitos do público no Banco do Brasil (Pastore, 1973; Orenstein e Sochaszewski, 1990).

Até a edição da Circular nº 492, de 7 de janeiro de 1980, que criou no Banco Central a conta “Reservas Bancárias”, os depósitos compulsórios das instituições financeiras eram recolhidos no BB na conta “Depósitos Compulsórios”. A conta “Reservas Bancárias”, no entanto, não abrangia os depósitos voluntários das instituições financeiras, que continuaram sendo recolhidos no BB, na conta “Depósitos de Instituições Financeiras” (Novelli, 2002).

A partir de então, a Conta Movimento passou a registrar: i) emissões ou recolhimentos de papel-moeda efetivados pelo Banco do Brasil, com prévia autorização do Banco Central; ii) coberturas de débitos do Tesouro Nacional, mediante uso de recursos de operações de crédito da União; e iii) nivelamento diário da conta de reservas bancárias do Banco do Brasil (França, 1986).

As demais operações entre o Banco do Brasil e o Banco Central eram feitas por meio da conta “Reservas Bancárias”. Nela transitavam, com nivelamento diário pela Conta Movimento, “as operações da área bancária, as operações de câmbio, o movimento Gerof, a movimentação de fundos e programas, os recolhimentos de IOF e Proagro, os pagamentos das despesas administrativas e outros créditos, encargos e dispêndios do Banco Central” (Furtado, 1993). A Tabela 1 retrata o volume monetário que transitou pela Conta Movimento.

Tabela 1: Conta Movimento – Fluxos Acumulados em US\$ (milhões) de agosto de 1993

(Fonte: Boletins do Banco Central do Brasil *apud* Furtado, 1993)

PERÍODO	NO ANO	ACUMULADO
1966	1.164	1.164
1967	1.714	2.905
1968	1.701	4.606
1969	2.584	7.190
1970	2.281	9.471
1971	1.051	10.522
1972	1.087	11.609
1973	527	12.136
1974	61	12.197
1975	10.427	22.624
1976	4.102	26.726
1977	8.795	35.521
1978	8.979	44.500
1979	11.899	56.399
1980	11.492	67.891
1981	8.702	76.593
1982	7.025	83.618
1983	5.141	88.759
1984	3.622	92.381
1985	5.054	97.435
1986 (fev.)	3.194	100.629

O valor acumulado de US\$ 100 bilhões é equivalente ao da própria base monetária no período (Furtado, 1993). Chama atenção também que, a partir de 1980, data da criação da conta “Reservas Bancárias”, os valores registrados anualmente passam a ser declinantes.

De fato, as funções típicas de banco central estavam divididas entre o BC e o BB. O BC, que tinha o monopólio da emissão, emitia papel-moeda para cobrir as operações

do BB, como previa a Lei nº 4.595/64, já que nem sempre havia recursos específicos. Porém, o BC não era depositário exclusivo dos depósitos das instituições financeiras, nem era caixa do Tesouro.

3.3 A Economia e as Ações do Banco Central nos Diferentes Governos

3.3.1 Governo Castello Branco (1964-1967)

O primeiro presidente do BACEN foi Denio Nogueira. Havia quase que acordo unânime de que a política econômica deveria atacar a inflação gradualmente. A política do gradualismo contrastava em muitas formas com o tratamento de choque defendido por alguns funcionários de instituições financeiras internacionais. Esta nova política seria enunciada em trabalhos como a obra de Roberto Campos “*Reflections on Latin American Development*” (Austin: University of Texas Press, 1967).

A política de gradualismo foi justificada em termos de fatores múltiplos. Primeiro, a inflação brasileira originou-se de déficits orçamentários do Governo Federal financiados por criação de moeda. O financiamento de déficits através de títulos públicos era praticamente impossível por dois motivos principais: primeiro, a falta de confiança na liquidez destes ativos financeiros e, segundo, a ausência de um mercado secundário de dívida pública. Sobrava, portanto o financiamento dos déficits orçamentários através da emissão de moeda. Além disto, a política de inflação corretiva permitia ganhar mais tempo para se encontrar novas fontes de receita e outras medidas tendentes a equilibrar o orçamento. Sem reduzir investimentos públicos socialmente produtivos, isto somente poderia ser feito dentro do enfoque gradualista.

Segundo, a inflação distorce a alocação de recursos efetuada através do sistema de preços, permitindo a existência de atividades econômicas que não existiriam numa conjuntura de crescimento com estabilidade de preços. Um tratamento de choque poderia eliminar essas atividades abruptamente com prováveis efeitos adversos através de toda a economia.

Um aspecto fundamental do gradualismo brasileiro foi a ênfase num plano amplo de ataque à inflação. Uma redução abrupta da taxa de crescimento monetário não era consistente com os princípios de inflação corretiva. Assim, muitas das medidas complementares (não monetárias) eram também necessárias para reduzir a taxa de inflação. O gradualismo implicava na necessidade de medidas anti-inflacionárias de caráter monetário, fiscal e salarial. Essas medidas foram sintetizadas em um plano

governamental, o Plano de Ação Econômica do Governo – PAEG, elaborado pela equipe Campos-Bulhões, e responsável por forte queda do índice de preços nos próximos anos.

Entre os objetivos listados pelo PAEG, destacam-se: “i) acelerar o ritmo do desenvolvimento econômico interrompido no biênio 1962-1963; ii) conter, progressivamente, o processo inflacionário durante 1964 e 1965, objetivando um razoável equilíbrio de preços a partir de 1966; iii) atenuar os desníveis econômicos setoriais e regionais, mediante melhoria das condições de vida; iv) assegurar, pela política de investimentos, oportunidades de emprego produtivo à mão de obra que continuamente aflui ao mercado de trabalho; v) corrigir a tendência a déficits descontrolados do balanço de pagamentos, que ameaçam a continuidade do processo de desenvolvimento econômico, pelo estrangulamento periódico da capacidade de importar”

Os instrumentos de ação para atingir estes objetivos seriam:

“Política financeira, compreendendo: i) política de redução do déficit de caixa governamental, de modo que aliviasse progressivamente a pressão inflacionária dele resultante e que fortalecesse a capacidade de poupança nacional através do disciplinamento do consumo e das transferências do setor público e na melhoria na composição da despesa; ii) política tributária, destinada a fortalecer a arrecadação e a combater a inflação, corrigindo as distorções de incidência, estimulando a poupança, melhorando a orientação dos investimentos privados e atenuando as desigualdades econômicas regionais e setoriais; iii) política monetária condizente com os objetivos de progressiva estabilização de preços, evitando, todavia, a retração do nível da atividade produtiva e a redução da capacidade de poupança das empresas; iv) política bancária, destinada a fortalecer o nosso sistema creditício, ajustando-o às necessidades de combate à inflação e de estímulo ao desenvolvimento; v) política de investimentos públicos, orientada de modo que fortalecesse a infraestrutura econômica e social do país, que criasse as economias externas necessárias ao desenvolvimento das inversões privadas e que atenuasse desequilíbrios regionais e setoriais.

Política econômica internacional, compreendendo: i) política cambial e de comércio exterior, visando à diversificação das fontes de suprimento e ao incentivo das exportações, a fim de facilitar a absorção dos focos setoriais de capacidade ociosa e de estimular o desenvolvimento econômico, com relativo equilíbrio de pagamentos a mais longo prazo; ii) política de consolidação da dívida externa e de restauração do crédito do

país no exterior, de modo que aliviasse pressões de curto prazo sobre o balanço de pagamentos; iii) política de estímulos ao ingresso de capitais estrangeiros e de ativa cooperação técnica e financeira com agências internacionais, com outros governos e, em particular, com o sistema multilateral da Aliança para o Progresso, de modo que acelerasse a taxa de desenvolvimento econômico.

Política de produtividade social, compreendendo, notadamente: i) política salarial, que assegurasse a participação dos trabalhadores nos benefícios do desenvolvimento econômico, mas que permitisse a sincronização do combate à inflação, do lado da procura e dos custos, e que protegesse a capacidade de poupança do país. “E ainda a política agrária, a política habitacional, e a política educacional” (Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica – MPCE, 1964, p.15).

No que tange ao combate à inflação, podemos destacar três aspectos principais do PAEG: “i) contenção dos déficits governamentais através do corte das despesas não prioritárias e racionalização do sistema tributário; ii) crescimento dos salários reais proporcional ao aumento de produtividade e à aceleração do desenvolvimento; e iii) política de crédito às empresas suficientemente controlada, para impedir os excessos da inflação de procura, mas suficientemente realista para adaptar-se à inflação de custos” (Resende em Abreu, 2014).

É pertinente a observação de quão atual são as preocupações expostas nestes três aspectos do PAEG. Há hoje no Brasil um forte deterioramento no quadro fiscal, com sucessivos déficits primários ou com não cumprimento das metas deste superávit. O ajuste fiscal torna-se mais urgente com o reaparecimento de uma inflação persistente e acima de dois dígitos. Concomitantemente, existe uma problemática histórica de baixa produtividade no país.

A política econômica do governo Castello Branco foi muito além do receituário mais simplista que prega apenas políticas monetária e fiscal rigorosas e *hands off*. A convicção da necessidade de reformas institucionais acompanhou o PAEG desde seu diagnóstico. Três áreas foram particularmente destacadas, refletindo, acertadamente, a percepção do governo a respeito dos pontos de estrangulamento institucionais da economia: primeiro, a desordem tributária; segundo, as deficiências de um mercado financeiro subdesenvolvido e a inexistência de um mercado de capitais; e por último, as ineficiências e as restrições ligadas ao comércio exterior (Resende em Abreu, 20014).

A filosofia fundamental do pensamento econômico da equipe Campos-Bulhões, com o qual se originou no Brasil o famoso debate entre estruturalistas e “monetaristas”, era que o país deveria desenvolver autoridades monetárias que pudessem permitir crescimento econômico com estabilidade de preços.

Sob inspiração do *Federal Reserve Board*, a implementação de mandatos fixos no BC tinha por objetivo garantir sua independência, na medida em que “funções políticas estão sujeitas a pressões políticas. E é preciso que haja funções que estejam isentas dessas pressões” (Nogueira, 1993).

Nesta época, acreditava-se que a demissão da diretoria do BC pelo presidente da República pudesse ser evitada desta maneira, impedindo-se assim, a subordinação do Banco a políticas de caráter ideológico por parte do Ministério da Fazenda que pudessem promover expansões monetárias equivocadas. Dessa forma, o BC poderia cumprir o seu papel de guardião do poder de compra da moeda nacional. Dênio Nogueira ilustra, com detalhes, o cenário do momento em questão.

“Eu não confiava no Banco do Brasil, não confiava no BNDE, porque ambos viviam se queixando e me implorando que não os obrigasse a conceder empréstimos com a cláusula da correção monetária. (...) Havia pressões constantes para expandir o crédito através do perdão da correção monetária, da transferência ao Tesouro da correção cambial das dívidas etc. Mas eu acreditava naquela ocasião, que o Banco Central, tendo independência, poderia enfrentar tudo isso. O cargo de Ministro da Fazenda é um cargo político em qualquer lugar do mundo, e portanto é sensível às pressões políticas. Se as pressões se fizessem sobre o Ministro da Fazenda, evidentemente seria mais difícil enfrentá-las. No caso Ministro Bulhões, talvez não fosse, mas o Ministro Bulhões não seria eterno. Outro Ministro da Fazenda mais político do que técnico cederia mais facilmente às pressões. Eu imaginava que o Banco Central seria uma espécie de biombo para impedir que as pressões recaíssem sobre o Ministério da Fazenda, com a vantagem de o presidente do Banco Central, sendo independente, poder até mesmo se impor ao Ministro. Creio que eu estava certo. Posteriormente, isso foi distorcido, mas seria de qualquer maneira, quer essas funções tivessem ficado com o Ministério da Agricultura, o Ministério das Comunicações ou o Ministério da Fazenda, se os interesses políticos superassem os interesses nacionais. Mas se fosse mantida a independência do Banco Central, estaria segura a defesa dos Ministérios que pudessem ser pressionados.

Na época, evidentemente, eu não poderia prever que o Banco Central viesse a perder sua independência” (Nogueira, 1993).

Gouvêa de Bulhões acreditava que a instalação do banco central era imprescindível para a política de estabilização monetária e a “criação de um Banco Central independente era a garantia de que a inflação cederia” (Nogueira, 1993). Mas a independência limitou-se ao estabelecimento de mandatos fixos (que por sua vez, não durou muito), uma vez que não era possível criar um banco central com funções clássicas, uma vez que o BC vinculado à estratégia desenvolvimentista, tendo em vista sua relação simbiótica com o Banco do Brasil através da Conta Movimento.

3.3.2 Governo Costa e Silva (1967-1969)

Foi curto o período de Banco Central do Brasil independente. À época de sua criação, havia forte preocupação no sentido de tentar preservar a autonomia do BC. Os mandatos fixos da presidência e diretoria estipulados em lei ilustravam claramente essa preocupação, bem como a extensão de cinco para seis anos a duração destes mandatos pelo próprio presidente Castello Branco, segundo relato do próprio presidente do BC, Denio Nogueira.

Foi anunciado que o presidente Castello Branco seria sucedido pelo marechal Artur da Costa e Silva, e os jornais tratavam abertamente das mudanças que o novo presidente faria no Ministério. Estava decidido que Antônio Delfim Netto substituiria Octávio Gouvêa de Bulhões no Ministério da Fazenda e com a mudança, era dada como certa a saída de Denio Nogueira como presidente do Banco Central.

Delfim Netto viera de São Paulo e trouxe para o Ministério da Fazenda um grupo de economistas da USP, dentre eles Afonso Celso Pastore, que posteriormente viria a presidir o Banco Central. Em São Paulo, Delfim havia trabalhado com Ruy Aguiar da Silva Leme, que tinha sobre ele alguma influência. Quando Delfim Neto assumiu o Ministério da Fazenda, Ruy Leme foi nomeado o segundo presidente do Banco Central do Brasil, em 31 de março de 1967.

A história dos bastidores da saída de Denio Nogueira da presidência do BC demonstra a fragilidade da independência do Banco. A pedido do presidente Castello Branco, Roberto Campos, então Ministro do Planejamento, procurou Costa e Silva dois meses antes de sua posse, para pedir que não substituísse Denio Nogueira na presidência do Banco Central. Um dos argumentos utilizados por Campos foi o de que o “Banco

Central era o guardião da Moeda”, daí a enorme importância de sua credibilidade. Ao argumento de Campos, Costa e Silva respondeu: “o guardião da Moeda sou eu!” (Campos, 1994).

Entretanto, de acordo com fontes da época, as principais discussões de política econômica lideradas por Delfim Neto não incluíam o novo presidente do Banco Central. Diariamente, às 7h da manhã, Delfim se reunia com o presidente do Banco do Brasil, Nestor Jost, e o então diretor da CACEX, Ernane Galvêas, para as tomadas de decisão acerca da política monetária e de crédito.

A equipe do Ministro Delfim tinha um diagnóstico diferente acerca das causas da inflação, ou seja, “estava convencida de que a pressão sobre o nível de preços era principalmente oriunda da área de custos (notadamente, o custo do crédito)” (Lago, 1990). Entretanto, a nova equipe “admitia o convívio com certo nível de inflação”, citando a mesma fonte.

De acordo com Pelaez *et al.* (1976), dois novos importantes ingredientes foram introduzidos na política econômica: a inclusão de altas taxas de crescimento econômico e abundância cambial. Baseado num horizonte de planejamento mais longo, o PAEG tinha-se concentrado na redução da taxa de crescimento dos preços, na eliminação das distorções na economia causadas pela inflação passada e na reforma nos mercados monetários e de capitais. Os rendimentos em termos de crescimento econômico real do PAEG deveriam ser obtidos no futuro. A maior parte dos técnicos em política econômica do PAEG enfatizava os efeitos no longo prazo das reformas: plantava-se para colher mais tarde.

A política econômica iniciada em 1967 com Delfim Netto introduziu um horizonte de planejamento no qual o gradualismo deveria ser compatível com altas taxas de crescimento econômico no curto prazo. Inicialmente, a meta de alcançar uma determinada taxa de aumento de preços foi substituída por uma fórmula mais geral que estipulasse somente um declínio da taxa de inflação.

Houve realmente mudança de política agregada durante 1967, ou seja, uma alteração da política monetária posta em prática por Campos–Bulhões em 1966. O estoque médio de M1 aumentou em 37,2% sobre os níveis de 1966, e o de M2 em 38,9%. O aumento de M1 de dezembro de 1966 a dezembro de 1967 foi de 43%, muito mais alto, portanto, que os 17% registrados em 1966. A taxa de inflação foi a mais baixa obtida desde

1950 (25%). A redução do ritmo inflacionário apesar do maior crescimento econômico explica-se por diversos fatores, dos quais se destacam: declínio da velocidade-renda da moeda devido à crise de estabilização, recuperação do setor real, baixos níveis de liquidez herdados de 1966 e, atuando com defasagem, redução da inflação corretiva e safras abundantes.

O Banco Central do Brasil passou por uma profunda alteração no Governo Costa e Silva, na medida em que o novo presidente da República não aceitou a independência da agência e sua diretoria foi forçada a pedir demissão, passando o BC “a se constituir num instrumento governamental” (Vianna *apud* Novelli, 2002).

Passados dez meses de sua posse na presidência do Banco Central, Ruy Leme pediu demissão. Ele teria dado uma entrevista onde se opunha ao lançamento de títulos estaduais “em condições que perturbaram o mercado de capitais”, o que causou problemas na relação entre os governos estaduais e federal (Folha de São Paulo, ago. 1968).

Delfim Netto convidou Ernane Galvêas, que já integrara a SUMOC, para assumir a presidência do BC. Galvêas presidiu a instituição até o final do Governo Médici.

As reformas institucionais iniciaram-se já no final de 1967, ainda com Ruy Leme na presidência. Na primeira mudança do CMN, com a Lei nº 5.362, de 30 de novembro, aumentou-se de 6 para 7 o número de membros nomeados pelo presidente da República, em virtude da criação de uma nova diretoria para o Banco Central (Novelli, 2002).

3.3.3 Governo Emílio Garrastazu Médici (1969-1974)

A segunda alteração no CMN, feita pelo Decreto nº 65.769, de 2 de dezembro de 1969, já no segundo ano da gestão de Ernane Galvêas na presidência do BC, incluiu na composição do CMN os Ministros da Agricultura e do Interior que, assim como os Ministros do Planejamento e da Indústria e Comércio, passaram a ter direito a voto. O presidente do BC tornou-se membro *ex officio* do CMN (Novelli, 2002).

Assim, o número de membros nomeados pelo presidente da República diminuiu para seis, dos quais quatro seriam escolhidos para diretores do BC, e a duração de seus mandatos foi reduzida de sete para quatro anos.

Entretanto, “a presença de cinco diretores do Banco Central, ao invés de quatro, no plenário do Conselho, era dispensável do ponto de vista numérico, uma vez que o CMN não realizava votações formais” (Vianna, 1987).

Por meio do Decreto nº 71.097, de 14 de março de 1972, os presidentes do Banco Nacional da Habitação (BNH) e da Caixa Econômica Federal (CEF) passaram a integrar o CMN. Há uma clara diminuição da importância da diretoria do BC em relação ao CMN, principalmente porque este se converte “no órgão colegiado que trata da coordenação de praticamente toda a política econômica do governo, acompanhando e quase determinando globalmente seus efeitos” (Vianna, 1987).

As altas taxas de crescimento econômico verificadas no período do *milagre*, a despeito do recrudescimento da inflação, do crescente endividamento externo e de seu “fôlego curto”, somente podem ser explicadas por uma combinação de fatores (Novelli, 2002). Contudo, a este estudo interessa destacar o papel ativo da política econômica, principalmente as políticas fiscal e monetária expansionistas (Cardoso de Mello e Beluzzo, 1982). “Bastou, simplesmente, abrir as torneiras do crédito para que a economia se reanimasse e, a partir do segundo semestre de 1967, apresentasse crescentes taxas de expansão” (Singer, 1989).

Entretanto, para melhor compreensão deste período, é necessária uma análise com maior perspectiva dos fatos que antecederam o chamado milagre econômico brasileiro. As raízes do acentuado crescimento da economia encontram-se, certamente, nas medidas tomadas pela equipe econômica do Governo Castello Branco, particularmente dos Ministros Octávio Gouvêa de Bulhões e Roberto Campos, que resultaram no PAEG - Programa de Ação Econômica do Governo. Dentre as várias características destas medidas, destacam-se suas ações de longo prazo, cujos resultados seriam colhidos no futuro governo. Em macroeconomia, é habitual a observação de resultados no médio e no longo prazos de diversas ações envolvendo ambas as políticas monetária e fiscal.

A estratégia de financiar o crescimento da economia via endividamento externo foi desenvolvida pelo diretor da área cambial do BC, Paulo Lira no artigo “Endividamento externo – problema e política”, publicado na revista Segurança e Desenvolvimento, em agosto de 1970. O artigo “adiantava os principais aspectos que norteariam a política de crescimento acelerado com endividamento externo, cuja tese central versava sobre a

viabilidade do financiamento do desenvolvimento brasileiro, com a colaboração complementar de empréstimos e financiamentos levantados no exterior” (Pereira, 1974).

Isto revela que a estratégia de crescimento da economia brasileira mediante o endividamento foi traçada no Banco Central, e que, portanto, esta instituição também tinha um grau de participação na formulação das políticas estatais, não sendo apenas uma mera executora dessas políticas (Novelli, 2002).

Nesse período, o BC passou também a desempenhar ativamente seu papel de banco de fomento por intermédio de políticas monetárias expansionistas, convertendo-se em um instrumento de crescimento econômico.

Entretanto, o desenho institucional que consagrava duas autoridades monetárias já era questionado pelos banqueiros: “No Congresso Nacional de Bancos, realizado em São Paulo, em outubro de 1972, o Sindicato dos Bancos do Estado da Guanabara apresentou uma tese sob o título de Programação das Reservas e os Instrumentos de Política Monetária aprovada por unanimidade. A tese focaliza os aspectos da condução da política monetária, em que as atribuições da Autoridade Monetária estão bipartidas entre o Banco do Brasil e o Banco Central do Brasil, situação que não mais se justificaria no estágio atual de nossa economia e do próprio sistema financeiro nacional” (Jornal do Brasil, 2 de dezembro de 1973).

De fato, a existência de duas autoridades monetárias, situação criada pela Conta Movimento, foi um entrave ao exercício de uma política monetária eficaz no Brasil, especialmente no combate à inflação nos anos de 1980, até 1986 quando foi extinta a referida conta.

3.3.4 Governo Ernesto Geisel (1974-1979)

A política econômica do Governo Geisel pode ser dividida em três períodos distintos: 1974, de 1975 ao primeiro semestre de 1976, e do segundo semestre de 1976 a 1978 (Fishlow, 1986).

Em 1974, com a posse de Mário Henrique Simonsen no Ministério da Fazenda, foram adotadas, como política econômica, políticas monetárias e fiscal “moderadamente contracionistas” a fim de enfrentar a inflação ascendente herdada de 1973 (Novelli, 2002). O presidente do Banco Central no Governo Geisel foi Paulo Hortêncio Pereira Lira.

Em dezembro de 1973, os países membros da OPEP – Organização dos Países Exportadores de Petróleo – promoveram um aumento brusco e significativo dos preços deste insumo no mercado internacional. Este fato ficou conhecido como o primeiro choque do petróleo. De acordo com Giambiagi *et al.* (2005), o preço médio do barril subiu de US\$ 2,48 em 1972 para US\$ 3,29 em 1973, e depois saltou para US\$ 11,58 em 1974, representando um aumento superior a 250% em apenas um ano. Nos anos subsequentes, o preço do barril de petróleo continuou a subir gradualmente, até chegar a US\$ 13,60 em 1978. Diante do elevado coeficiente de importação de petróleo da economia brasileira à época, este choque converteu uma situação de dependência externa em um quadro de restrição externa a partir de 1974. Com os novos preços, comprimiam-se a capacidade de importação e, conseqüentemente, de crescimento da economia.

O quadro de dependência estrutural e restrição externa que caracterizava a economia brasileira no início de 1974 impunha ao presidente Geisel a adoção de algum plano de ajuste externo. Ainda de acordo com a mesma fonte, três possibilidades se apresentavam, teoricamente: a primeira seria atrelar o crescimento do PIB às condições gerais do mercado internacional, permitindo um crescimento maior somente nos períodos favoráveis à geração de divisas pelo país via exportações, e/ou à captação das mesmas via endividamento; a segunda seria promover o ajuste externo através de mudanças de preços relativos, ou seja, desvalorização cambial, o que permitiria o crescimento econômico somente se este for liderado pelo aumento das exportações líquidas; por fim, a terceira possibilidade consistiria em buscar a superação da dependência externa, investindo na ampliação da capacidade de produção doméstica de bens de capital e petróleo, o que, indiretamente e no longo prazo, contribuiria para reduzir também a dependência financeira.

As duas primeiras caracterizam um modelo de ajuste conjuntural, enquanto a última se define como uma estratégia de ajuste estrutural, que visa remover ou atenuar a restrição externa ao crescimento, de forma duradoura, através da substituição de importações e do aumento da capacidade de exportar.

O modelo de ajuste externo adotado no governo Geisel foi o de ajuste estrutural, materializado no II Plano Nacional de Desenvolvimento – PND, anunciado em meados de 1974, e aprovado em dezembro daquele ano. Tratava-se de um ousado plano de investimentos públicos e privados a serem implementados ao longo

do período de 1974 a 1979, que se propunha a cobrir a área de fronteira entre o subdesenvolvimento e o desenvolvimento. Os novos investimentos eram dirigidos aos setores identificados em 1974 como os grandes pontos de estrangulamento que explicavam a restrição estrutural e externa ao crescimento da economia brasileira: infraestrutura, bens de capital e insumos, energia e exportação.

Com efeito, em 1975 e no primeiro semestre de 1976, o II PND utilizou-se majoritariamente do endividamento externo, mas também da “atuação da política de crédito tanto do Banco do Brasil quanto do Banco Central, que havia sido transformado em banco de fomento através dos fundos e programas e que administrava em oposição tácita a qualquer programa de estabilização (...). Ficava assim selada a predominância da política de crescimento com base na reestruturação da oferta e na demanda folgada sobre os ajustes de curto prazo” (Carneiro, 1990).

No aspecto monetário, a inflação cresceu consideravelmente neste período. Em 1974, o IGP foi de 35%, ante 16% do ano anterior. Permaneceu neste patamar até 1975, porém atingindo 46% em 1976, mantendo-se neste nível em 1977. Entretanto, na ocasião do final do governo Geisel, a inflação de 1978 recuou um pouco e ficou abaixo de 40%. A manutenção de um ritmo de crescimento acelerado trazia consigo a ameaça de descontrole inflacionário. Este risco explica as inflexões da política econômica comandada pelo Professor Mário Henrique Simonsen, Ministro da Fazenda durante todo o governo Geisel.

No biênio 1974-75, o crédito manteve a tendência de forte expansão dos anos anteriores, especialmente para o setor público. Dessa forma, os investimentos públicos previstos no II PND começaram a ser implementados. Em 1976, ainda sob efeito dessa política, o PIB cresceu pouco mais de 10%, mas a taxa de inflação de 46% disparou um alerta. Como consequência deste valor extremamente alto, iniciou-se, ainda neste ano, uma política monetária *contencionista*, que, no entanto, não impediu que o crédito mantivesse taxas positivas de crescimento real até o fim do governo Geisel. Do lado fiscal, foi adotada uma política de contenção dos gastos da administração pública direta (Ministérios).

Nas palavras de outro economista: “promoveu-se, em 1977, uma política monetária mais restritiva, com a desaceleração dos meios de pagamento e dos empréstimos ao setor privado, além da fixação de uma taxa de juros básica positiva em termos reais para o sistema financeiro pela primeira vez desde 1971” (Carneiro, 1990).

Nesta época, numa tentativa de contornar os efeitos negativos da taxa de juros sobre os investimentos, o Governo liberou, através de uma lei especial, 60% do imposto de renda dos empresários brasileiros para investimento nas regiões deprimidas do país, em especial Norte e Nordeste. O impacto dessa medida foi extraordinário. A SUDENE e a SUDAM se viram plenas de projetos e o Banco do Nordeste pôde praticar uma adequada política de desenvolvimento regional.

O impacto pôde ser medido pelo Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico através de um modelo de Chenery, que permitia calcular o efeito sobre o Valor da Transformação Industrial nas diferentes regiões objetos da política. Os coeficientes de rendimento eram substancialmente superiores a 1. No Sétimo Tomo do Programa de Metas do EPEA (atual IPEA), estão listadas as elasticidades reais-regionais, não só para os investimentos, mas também para os diferentes graus de industrialização e população ativa. A taxa de juros não conseguiu neutralizar os investimentos realizados através desse mecanismo.

O modelo de Chenery, na sua forma original, fornece o valor adicionado de um setor industrial “*i*” pela expressão:

$$V_i = kY^{\beta_i} N^{\alpha_i} D^{\lambda_i}$$

Onde *Y* é a renda per capita de uma região, *N* sua população e *D* o grau de industrialização, $\alpha_i, \beta_i, \lambda_i$ são parâmetros com valores específicos para cada setor *i*, dados por Chenery.

A partir da expressão acima, podemos obter o valor adicionado por habitante:

$$\frac{V_i}{N} = k_i Y^{\beta_i} N^{\alpha_i - 1} D^{\lambda_i}$$

A relação acima foi a utilizada na regionalização dos programas setoriais do Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social onde estudou-se a evolução dos diversos setores industriais, expressa em termos de participação percentual do valor adicionado de cada região sobre o valor adicionado pelo setor em todo o Brasil.

O modelo de Chenery, adaptado a estrutura regional brasileira, permitiu projetar a distribuição do valor adicionado pelas várias regiões do País. As elasticidades mostraram o impacto dos incrementos de cada variável.

Em termos factuais, analisaram-se os produtos dentro de cada setor, hierarquizando sua importância regional, numa tentativa de indicar suas áreas de produção total ou parcial.

Aplicando-se o modelo de Chenery no nível regional, considerou-se que a dimensão do mercado era dada pela própria população do país (N).

O fator N^{α_i-1} na equação do valor adicionado por habitante representa a influência da dimensão do mercado sobre o valor adicionado per capita proveniente das economias de escala. Considerou-se que a dimensão do mercado era dada pela própria população N , devido às barreiras do Comércio Internacional.

Com tais considerações, devemos ter, atribuindo índice 0 aos dados referentes à própria região:

$$\frac{V_{i_0}}{N_0} = k_i Y_0^{\beta_i} N_0^{\alpha_i-1} D_0^{\lambda_i}$$

Onde as variáveis afetadas pelo índice 0 referem-se à região, e as sem índice, ao país. O valor D no modelo é dado por:

$$D = \frac{V}{k Y^{\beta_i} N^{\alpha_i}}$$

Onde V é o valor adicionado observado para toda a Indústria de transformação do país. Aplicando o mesmo raciocínio já feito com relação à população, temos D para a região, que valerá:

$$D_0 = \frac{V_0}{k Y_0^{\beta_i} N_0^{\alpha_i}}$$

Considerando que o modelo não goza da propriedade de atividade, os resultados foram corrigidos através de “componentes de atividade”, calculadas para cada caso.

Por outro lado, na contramão dos controles monetário e fiscal, os investimentos das estatais se expandiam, elevando a taxa de investimento da economia, bem como a participação do governo na Formação Bruta de Capital Fixo – FBCF, que atingiu 40% do total no período 1974-78, ante 33% no período de 1971-73. É importante frisar que esse aumento é explicado exclusivamente pelas empresas estatais, uma vez que os investimentos realizados pela administração direta perderam peso relativo entre os dois períodos. Este novo perfil de atuação do governo na economia através das estatais

explica a compatibilização do forte crescimento dos investimentos governamentais com a manutenção de superávits primários nas contas públicas e com uma carga tributária estável durante toda a fase de implementação do II PND.

O Conselho Monetário Nacional foi novamente reformado, sendo dele excluídos os Ministros da Agricultura e do Interior, bem como o presidente da Caixa Econômica Federal. Reduziu-se para três o número de membros indicados pelo presidente da República, com mandato de cinco anos. Como já foi mencionado, os diretores do BC perderam o direito a voto e podiam ser demitidos *ad nutum*. A esse respeito, o Ministro Mário Henrique Simonsen comentou, em tom jocoso, que “no Brasil o presidente do Banco Central, bem como os diretores, eram nomeados em português e demitidos em latim!”. Em 1976, o presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi admitido no CMN.

Mas a grande alteração do sistema decisório no período deu-se com a criação do Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE), que substituiu o CMN como órgão coordenador da política econômica (Codato, 1997) e do qual o BC não fazia parte. O CDE era composto pelo presidente da República (que era o presidente do Conselho), Ministros da Fazenda, Indústria e Comércio, Agricultura e da SEPLAN – Secretaria de Planejamento (secretário do Conselho). Talvez esse tenha sido um dos motivos para que o tema da independência do BC ressurgisse no final de 1978, por iniciativa de um dos membros do CMN nomeados pelo presidente da República.

De fato, a proposta foi exposta por José Carlos de Moraes Abreu, diretor-geral do Banco Itaú (e membro do CMN), na palestra realizada aos funcionários do BC em 19 de outubro de 1978 (Gazeta Mercantil, 20 de outubro de 1978). José Antonio Berardinelli, diretor administrativo do BC, declarou alguns dias depois: “o poder é antidemocrático e, portanto, não acredito em independência, mesmo porque o regime previsto na Constituição é harmônico” (Correio Brasiliense, 25 de outubro de 1978).

O editorial do Jornal do Brasil incorporou o diagnóstico de que BB e BC são “... agentes ou cúmplices da inflação”, propondo que o BC abdicasse de suas funções de fomento e o BB das de autoridade monetária:

“O Banco Central deve ter maior autonomia para fixar sua política monetária, independentemente das oscilações da política governamental. (...) E de impor uma política de vigilância sobre a expansão da moeda que sobreviva a qualquer impulso ou

desígnio do próprio Governo. (...) E seria, em suma, um caminho a mais para se combater a inflação (Jornal do Brasil, 10 de novembro de 1978).

Em suma, ao longo do governo Geisel, embora a preocupação com o processo inflacionário estivesse presente, o objetivo de vencer os desafios do desenvolvimento parece ter predominado na condução da política econômica. No que tange à inflação, o governo foi capaz de evitar sua aceleração. Quanto ao PIB, a taxa média anual de crescimento no governo Geisel foi ainda bastante elevada, igual a 6,7%.

Neste momento, torna-se importante ressaltar a preocupação do governo Geisel, bem como a de seu sucessor, o General João Baptista de Oliveira Figueiredo, com o crescimento da economia do país, como uma espécie de “legitimação” do governo militar perante a opinião pública. Já no governo Geisel, iniciou-se um processo de abertura política “lenta e gradual”, posteriormente com a suspensão dos principais atos institucionais que restringiam a liberdade de imprensa, expressão etc. Geisel, assim como Figueiredo, não “abria mão” de um modelo econômico de crescimento, repetindo experiências sabidamente frustradas, com o lema: “Entre estabilizar e crescer, crescer!”. O autor gostaria de salientar a importância do Professor Mário Henrique Simonsen (então Ministro da Fazenda), para o país, sendo ele, acima de tudo, um dos “pais” do pensamento econômico moderno. O equívoco da escolha dicotômica de subestimar os efeitos inflacionários em prol de crescimento a qualquer preço não devem, de modo algum, ser atribuído a Simonsen, mas a um governo ainda muito centralizador e de caráter autoritário, com viés desenvolvimentista.

3.3.5 Governo Figueiredo (1979-1985)

Em relação à política econômica, o governo Figueiredo pode ser dividido em quatro fases: 1º semestre de 1979, do 2º semestre de 1979 ao 1º semestre de 1980, do 2º semestre de 1980 ao término de 1983 e, finalmente, 1984.

A transferência do Ministro da Fazenda do governo Geisel, Mário Henrique Simonsen, para a secretaria do Planejamento em 1979 representou uma continuidade da política econômica do final do governo Geisel (Carneiro, 1990).

Por meio do Decreto nº 83.323, de 11 de abril de 1979, a presidência do CMN foi transferida para o Planejamento. Essa alteração colocou o BC em uma situação inusitada: executor das políticas formuladas no CMN, cujo presidente agora

era o Secretário do Planejamento e, ao mesmo tempo, formalmente subordinado ao Ministério da Fazenda (Novelli, 2002).

Esse Decreto também aumentou o número de membros nomeados pelo presidente da República de três para oito, assim como definiu o retorno de outros (Ministros da Agricultura e do Interior e o presidente da CEF) ao Conselho, além da inclusão do presidente do Instituto de Resseguros do Brasil e do diretor da CACEX.

O ano de 1979 iniciou-se com a indicação de Carlos Brandão para a presidência do Banco Central. Em entrevista, Brandão afirmou que o BC deveria se afastar das suas funções de fomento e concentrar-se “(...) nos instrumentos de controle monetário – *open market*, compulsório e redesconto –, sem fazer ingressar recursos para reinjetar na economia. Isso não é função do Banco Central” (O Globo, 28 de janeiro de 1979).

Com efeito, Brandão tinha em mãos um projeto de Reforma Bancária elaborado no final de 1978, quando ocupava uma diretoria do BB. Após sua posse, anunciou a transferência das funções de fomento para o BB, e que “(...) o Banco Central iria se dedicar exclusivamente ao controle da política monetária” (Jornal do Brasil, 28 de março de 1978).

O projeto não alterava a composição e a competência do CMN, ao qual o BC continuaria subordinado, mas visava transformar o BC em um banco central clássico, ou seja, unicamente preocupado com o controle da moeda e do crédito. Para tanto, utilizaria o depósito compulsório, os empréstimos de liquidez, as operações de mercado aberto, e as operações cambiais. Estabelecia ainda, que o BB perderia suas funções de autoridade monetária, mas ganharia as funções de fomento do BC, e criava a Superintendência das Instituições Financeiras, vinculada ao Ministério da Fazenda, com as funções de fiscalização e aplicação de penalidades.

O projeto previa ainda a perda dos depósitos à vista dos bancos comerciais do BB para o BC, determinando também a abertura de uma conta do BB no BC, como todos os outros bancos. O BB permaneceria como executor dos serviços de compensação de cheques, como principal responsável pela política de crédito do governo e se transformaria no principal banco de apoio à pequena e média empresa (Exposição de Motivos, 1979).

No discurso de sua posse, Carlos Brandão justificava a necessidade de alteração da Lei nº 4.595/64 devido às transformações do sistema financeiro nacional e,

principalmente, pela expansão do mercado de capitais, pois “em dezembro de 1978, 2/3 dos haveres financeiros eram representados por poupanças de médio e longo prazos e apenas 30% dos citados depósitos à vista + papel-moeda” (Brandão, 1979), contrapondo o patamar de 95% que os depósitos à vista + papel-moeda representavam dos haveres financeiros em 1964.

Assim, “a permanência da mesma estrutura monetária de 1964 até os dias atuais tem tornado o controle, entre nós, uma tarefa das mais difíceis, como bem exemplificado nos últimos anos em que as metas de crescimento dos meios de pagamento têm sido sistematicamente ultrapassadas. (...) Em um país de economia de mercado, em fase acelerada de desenvolvimento, a moeda tem uma posição das mais relevantes e o seu controle é que justifica a existência do Banco Central, pois é através desse exercício que se pode promover um autossustentado desenvolvimento econômico, relativo nível de emprego e estabilidade de preços. A conjuntura inflacionária em nosso país é uma preocupação de todos os brasileiros e, no nível em que se encontra, por mais que se queira diminuir as desigualdades sociais, acaba-se provocando o seu aumento, porque atinge de maneira mais dura as populações de renda mais baixa” (Brandão, 1979).

Em outras palavras: o desenho institucional da Lei nº 4.595/64 não permitia ao Banco Central o controle do volume da oferta de moeda em circulação devido ao modelo híbrido – visto que o BB e o BC eram autoridades monetárias – estabelecido naquela lei. O grande objetivo do governo com a reforma seria permitir um “(...) controle efetivo da política monetária, com repercussões positivas não somente para o desenvolvimento econômico, mas, principalmente, para o combate à inflação” (Tepedino, 1979).

Com efeito, o projeto de reforma parece ter uma inspiração “monetarista”, posto que seu objetivo era controlar a expansão da moeda como instrumento de combate à inflação (Novelli, 2002 – grifo meu). “Enfim, era convicção de Simonsen e Brandão que, enfeixando no Banco Central todo o poder emissor, se pudesse subordinar à política monetária a ação global do governo (...)” (Tavares e Assis, 1986).

Porém, não era assim que pensavam outros membros da diretoria do BC. Celso Saboia, diretor de Crédito Rural e Industrial (15 de março a 20 de agosto de 1979), foi contra a transferência das funções de fomento do BC para o BB (Gouvêa, 1994). Antônio A. dos Reis Veloso, diretor de Administração (15 de março de 1979 a 14 de março de 1985), em palestra proferida em 19 de junho de 1980, afirmava que as

propostas de transformação do BC em banco central clássico, “... não parecem relevantes no momento, seja em face das peculiaridades da realidade brasileira (país em desenvolvimento), seja porque (...) terá condições de se ajustar às transformações (...) e acompanhar, através da sua estrutura, a execução de suas funções de acordo com as diretrizes do governo” (Veloso, 1980).

Brandão foi exonerado após divergências com o então Ministro da Fazenda Karlos Rischbieter, tendo o seu mandato durado apenas cinco meses (15 de março a 16 de agosto de 1979). A divergência com Rischbieter estava ligada ao *open market*. Consta que o Ministro da Fazenda “queria limitar o acesso das pessoas físicas ao mercado aberto”. Brandão enviou carta ao Ministro, que foi publicada pela Gazeta Mercantil, na qual afirmava que a limitação seria “um rude golpe no modelo de livre economia de mercado” (Jornal do Brasil, 15 de agosto de 1979). É preciso lembrar também que Antônio Delfim Netto foi nomeado para o Planejamento em 15 de agosto de 1979 e as ideias de Brandão não estavam em sintonia com as orientações expansionistas do novo Ministro.

No curto período que esteve na presidência do BC, Brandão tentou organizar o Banco de uma maneira que estava em sintonia com as transformações mais gerais da economia mundial e das ideias econômicas, cujos reflexos já se faziam sentir na formação social brasileira (Novelli, 2002).

Ernane Galvêas, que já havia presidido o BC desde fevereiro de 1968, ainda no governo Costa e Silva, até o fim do governo Médici em março de 1974, foi convidado para assumir o lugar de Brandão. Porém, a real intenção do comando do governo era de que Galvêas fosse para o lugar de Rischbieter no Ministério da Fazenda, o que de fato se deu cinco meses depois, em janeiro de 1980.

Galvêas afirmou em uma entrevista que “(...) o Banco Central deve estar onde for necessário para o cumprimento das diretrizes da política econômico-financeira e não me preocupa se ele tenha ou não feição clássica”. Entendia também que o BC deveria permanecer com suas funções de fomento atuando em áreas de política energética e agricultura. O controle da expansão dos meios de pagamento, “(...) não deve prejudicar nem interferir nos objetivos mais elevados da política econômico-financeira” (Gazeta Mercantil, 16 de agosto de 1979), ou seja, o desenvolvimento nacional. Em outras palavras: o BC deveria subordinar-se à estratégia desenvolvimentista.

Em seu discurso de posse, Galvêas afirmou: “o Banco Central não é uma torre de marfim; é um instrumento de trabalho a serviço da economia nacional. ... a política monetária não é um fim em si mesma, mas um instrumento que deve servir ao país” (O Globo, 18 de agosto de 1979). “(...) O Banco Central não é uma peça isolada no contexto das instituições brasileiras e principalmente das instituições da área econômico-financeira” (Jornal do Brasil, 18 de agosto de 1979).

Contrapunham-se, então, visões totalmente divergentes em relação ao papel prioritário do BC: para Brandão, a estabilização da economia; para Galvêas, o auxílio no desenvolvimento nacional. E os intervencionistas foram vitoriosos.

Em 15 de agosto de 1979 tomou posse na Secretaria do Planejamento o novo Ministro Delfim Netto, no lugar de Mário Henrique Simonsen. Este fato marcou uma reorientação heterodoxa da política econômica do Governo Figueiredo. Delfim manteve o diagnóstico da inflação de custo, mas a curta “experiência heterodoxa” fracassou devido i) ao excesso de demanda; ii) aos reajustes semestrais do salário; e iii) ao momento impróprio para a adoção de políticas expansionistas diante do segundo choque do petróleo e à elevação da taxa de juros e à recessão nas economias centrais (Fishlow, 1986).

Em janeiro de 1980, Carlos Langoni assumiu a presidência do Banco Central do Brasil no lugar de Ernane Galvêas, que por sua vez substituiu Karlos Rischbieter no ministério da Fazenda. A partir do segundo semestre de 1980 foram adotadas políticas ortodoxas de combate à inflação, como: “estabelecimento de fortes restrições quantitativas à expansão de crédito ao consumidor, liberação da taxa de juros; atenuação do controle de preços, maiores cortes de subsídios, compressão dos gastos governamentais e dos investimentos das empresas públicas” (Serra, 1982).

Para tanto, foi criada a Diretoria da Dívida Pública (DIDIP) do BC com o objetivo de executar a política de endividamento público interno e de open-market, em face do aumento da dívida pública e da necessidade de financiamento do Tesouro.

Em 12 de maio de 1981, na 12ª reunião da Comissão Parlamentar de Inquérito a fim de investigar o funcionamento do mercado financeiro do país, o então presidente do BC afirmava que “enquanto houver subsídio, o Banco Central vai ter seu papel de banco de fomento” (Langoni, 1983).

Analisando a política monetária do ano de 1980, o advogado especialista em questões financeiras, José Luiz Bulhões Pedreira, dizia que “a política monetária, ou melhor, os atos de gestão monetária, porque política é exagero, já que não há política. (...) a culpa é da organização institucional. (...) Creio (...) que para alcançarmos ordem monetária será necessário termos um Banco Central rigorosamente especializado, livre de qualquer outra atribuição além do suprimento da moeda. (...) Parece-me imprescindível transferir para outros órgãos federais as atuais atribuições do Banco Central, como banco de fomento, de administrador da dívida pública, de banqueiro do Tesouro Nacional e de licenciamento e fiscalização dos intermediários financeiros, a fim de concentrar sua atenção no desempenho eficiente das funções de suprir moeda e do controle de câmbio e dos pagamentos internacionais” (Bulhões Pedreira, 1983).

À mesma época, a economista Maria da Conceição Tavares declarou: “A situação, além do mais, é de dar complexo no pessoal do Banco Central. Como estão ali para fazer política monetária, os meninos continuam a fazer força, mantendo a ilusão de que estão fazendo política monetária. É uma tragédia, porque são gente competente em moeda.... Acho que uma esquizofrenia ataca a cabeça dos técnicos porque eles estão lá para fazer política monetária mas não podem fazê-la” (Tavares, 1983).

Em 1981, o Decreto nº 85.776, de 26 de fevereiro, incluiu na composição do CMN os presidentes do Banco da Amazônia (BASA) e do Banco do Nordeste do Brasil (BNB) e de mais um membro nomeado pelo presidente da República. O CMN passou então a contar com 30 membros, sendo nove deles nomeados pelo presidente da República. Chama atenção o fato de que, nesta nova composição do CMN, 24 membros possuíam direito a voto, mas o BC tinha apenas o direito a um voto, o do seu presidente (Novelli, 2002).

No mesmo ano, o ex-Ministro Mário Henrique Simonsen pediu a independência do BC: “o Brasil chegou num ponto em que é necessário se fazer aquilo que se faz em toda a parte do mundo: primeiro, ter um Banco Central independente; segundo, não permitir nenhuma interligação de contas monetárias e fiscais (Jornal do Brasil, 29 de maio de 1981 e O Estado de São Paulo, 31 de maio de 1981).

Em meados da década de 1980, ocorreu um processo no interior da burocracia econômica, identificado como uma “tomada de consciência”, que foi muito mais “rápida” na burocracia do que entre os “economistas de oposição” (Gouvêa, 1994). Gouvêa

(1994) explica esse fenômeno pela racionalidade da burocracia, que é dotada por um saber próprio e conhecedora do funcionamento da “máquina”.

Em 1983, a agenda da economia brasileira passou a privilegiar questões como equilíbrio monetário, déficit público e inflação. Tendo o FMI como avalista e arauto deste processo, verificam-se as primeiras tentativas de fortalecimento do papel do BC por meio de um “aumento da institucionalização, exigida para negociar-se com o Fundo Monetário Internacional, e o conseqüente crescimento do papel do Banco Central” (Gouvêa, 1994).

Segundo a mesma fonte, sobre o FMI, “aí começa um grande processo educativo da máquina. Queiramos admitir ou não, o FMI teve um grande papel neste processo, não porque veio nos ensinar, mas sim porque quando pediam uma informação, nós tínhamos que procurá-la, e assim começamos a nos organizar. Foi nesta época que surgiram as primeiras percepções dentro da máquina de que vivíamos num grande primitivismo institucional. (...) Passamos a discutir alguns aspectos das finanças públicas a que anteriormente dava-se pouquíssima atenção” (Entrevista nº 5, *apud* Gouvêa, 1994).

A Sexta Carta de Intenção do Brasil ao FMI, no seu item 7 dispunha que:

“As medidas até agora adotadas na área financeira prepararam o caminho para a implementação de uma reforma substancial. Para tal fim, o Conselho Monetário Nacional decidiu, em 21 de agosto último, adotar providências para assegurar a realização dessa reforma ao final deste exercício. A reforma compreenderá a transferência de atividades fiscais e de fomento, até aqui exercidas pelas autoridades monetárias, para outras áreas mais apropriadas do governo federal ou para o Banco do Brasil, resultando uma efetiva separação entre esta última Instituição e o Banco Central, que poderá assim concentrar-se exclusivamente em suas funções de regulação no campo da política monetária” (Sexta Carta de Intenção do Brasil ao FMI, 29 de agosto de 1984).

Sobre a inclusão deste item na Sexta Carta de Intenção, Maílson da Nóbrega, então secretário geral do Ministério da Fazenda “esclareceu que o Fundo Monetário Internacional (FMI) não teve nenhuma participação na realização dos estudos da reforma bancária, que começaram efetivamente em 1979 e constavam das diretrizes ditadas pelo presidente João Figueiredo. Mais adiante, o secretário lembrou que a única participação do Fundo nestes estudos foi a técnica, e o Brasil, como país-membro do

Fundo, solicitou três técnicos para assistência para fins específicos” (Gazeta Mercantil, 21 de novembro de 1984).

Em 21 de agosto de 1984, o CMN criou a Comissão para o Reordenamento das Finanças Públicas, que era coordenada por Maílson da Nóbrega, e possuía um “Comitê Supervisor composto por: Raymundo Monteiro Moreira, do Ministério da Fazenda – Coordenador; Paulo César Ximenes Alves Ferreira e Pedro Pullen Parente, do Banco Central; Cláudio Dantas de Araújo e Antônio de Azevedo Bonfim, do Banco do Brasil; Luiz Fernando Gusmão Wellisch e Inácio José Barreira Danziato, da Secretaria do Planejamento da Presidência da República” (Gouvêa, 1994, *apud* Novelli, 2002).

A comissão se revelou um instrumento bastante eficiente para aumentar o grau de consciência da burocracia econômica. Foram criados 4 grupos de trabalho. O primeiro tinha por objeto a dívida pública mobiliária da União; o segundo, a compra de produtos agrícolas e programas oficiais de crédito; o terceiro ficou responsável por analisar as relações entre o BB, BC e o Tesouro Nacional; e o quarto deveria reestruturar a Comissão de Programação Financeira do Ministério da Fazenda.

O Relatório Final da Comissão defendia: a) o fim das atividades de fomento exercidas pelo Banco Central do Brasil; b) a transferência da administração da dívida pública do BC para o Ministério da Fazenda; c) a manutenção do papel do BB como principal instrumento de política creditícia da União e de agente do Tesouro; d) a extinção do orçamento monetário; e e) a centralização das contas do Tesouro no BC. Ainda com relação especificamente ao Banco Central do Brasil, o Relatório propunha a centralização das reservas bancárias nesta instituição. “Estas alterações aproximariam o Banco Central do perfil de um banco central clássico” (Gouvêa, 1994).

As discussões sobre a independência do BC continuaram durante a década de 1980. A defesa desta tese na grande imprensa, mesmo que irregular, tornou-se mais frequente. No final do governo Figueiredo, os banqueiros novamente pediram “autonomia para o BC” (Gazeta Mercantil, 31 de outubro de 1984), o que foi considerado “inviável” pelo diretor da área bancária do banco, José Luiz Silveira Miranda (Gazeta Mercantil, 2 de novembro de 1984). José Júlio Senna, que viria a ser diretor do BC entre 15 de março e 29 de agosto de 1985, e o ex-presidente da instituição, Carlos Brandão, também defendiam a independência do BC.

Para alguns, as reformas não ocorreram por falta de “vontade política” do Governo Figueiredo (Gouvêa, 1994). Nesse período, o BC foi “basicamente uma seção do Tesouro, acomodando todas as suas demandas para financiamento” (Almeida, 1992).

Durante o Governo Figueiredo, a diretoria responsável pela condução da política monetária (DIBAN) era a mais importante, principalmente após a extinção da DIDIP em 1982, pois foi a partir desse momento que reassumiu o controle sobre a dívida pública e o open-market (Novelli, 2002).

O diretor da Área Bancária do BC, Antônio Chagas Meirelles, explicava que, por meio de seu pedido de demissão, “procurou facilitar o trabalho do novo presidente do Banco Central, Afonso Celso Pastore, já que o diretor da Área Bancária precisa atuar o dia inteiro junto com o presidente e “deve haver a ligação umbilical entre ambos” (Jornal da Tarde, 3 de setembro de 1983).

A DIBAN “acumulou grande soma de poderes. Além da gestão da dívida pública, da administração do meio circulante, e da normatização da área bancária, até mesmo na área externa a diretoria chegou a interferir” (O Globo, 4 de março de 1985). A menor importância da área externa, na conjuntura da dívida externa, explica-se pelo fato de o processo de negociação da dívida ter sido assumido pelo próprio presidente do BC.

Ao longo do ano de 1984, registra-se um grande debate acerca do “sucesso” do ajuste externo da economia brasileira. A atuação do BC, nos dois últimos períodos, foi marcada por políticas monetária e cambial destinadas a garantir a geração de superávits comerciais, não tendo esse ajuste, contudo, um caráter estrutural, pois foi feito à custa de desequilíbrios internos.

No tocante ao combate à inflação, a heterodoxia de Delfim resultou em um enorme fracasso. No final do governo Figueiredo, a taxa de inflação era de 215%, contra 40% do final do governo Geisel.

3.3.6 Governo Sarney (1985-1990)

João Baptista de Oliveira Figueiredo foi o último presidente do regime militar. Tancredo de Almeida Neves foi eleito presidente da República, ainda através do Colégio Eleitoral, ou seja, de forma indireta, porém com forte apoio da população. O presidente eleito escolheu dois Ministros com orientações bastante distintas para compor sua

“equipe econômica”: Francisco Dornelles (Ministro da Fazenda) e João Sayad (Ministro do Planejamento).

Entretanto, os principais instrumentos de política econômica foram concentrados no Ministério da Fazenda, como o Conselho Interministerial de Preços (CIP), Secretaria Especial de Abastecimento e Preços (SEAP) e Superintendência Nacional do Abastecimento (SUNAB), “instrumentos-chave para a política de combate à inflação” (Sardenberg, 1987). O Conselho Monetário Nacional passou a contar com mais dois membros: o Ministro do Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente, e mais um membro entre aqueles nomeados pelo presidente da República.

Tancredo Neves não chegou a tomar posse por motivos de saúde, vindo a falecer em 21 de abril de 1985. José Sarney, vice-presidente eleito na chapa de Tancredo Neves, assumiu a presidência em 15 de março de 1985, a princípio em caráter provisório, e, após a morte de Tancredo, governou o país até março de 1990.

Durante seis meses, os Ministros Francisco Dornelles e João Sayad tornaram “públicas as divergências quanto aos moldes da renegociação externa, ao prolongamento do controle de preços, à prática de taxas de juros reais elevadas, aos ingredientes do ajuste fiscal, à correção do salário mínimo, à mudança de fórmula das correções cambial e monetária, entre outras” (Modiano, 1990).

Com a demissão de Francisco Dornelles e a nomeação de Dilson Funaro para o Ministério da Fazenda, os “economistas de oposição” assumiram o controle da política econômica, utilizando-se do desenho institucional – “confinamento das arenas decisórias” e “alto grau de autonomia decisória” – instituído durante o regime militar (Sola, 1988) para a elaboração e execução do plano econômico que ficou conhecido como Plano Cruzado.

Participaram da elaboração do Plano Cruzado, os seguintes economistas: João Manuel Cardoso de Mello e Luiz Gonzaga Belluzzo (Ministério da Fazenda); Edmar Bacha (IBGE); Andréa Calabi e Pérsio Arida (Secretaria de Planejamento) e André Lara Resende e Luiz Carlos Mendonça de Barros (BC).

Baseado na proposta de Pérsio Arida e André Lara Resende, este grupo elaborou um plano anti-inflacionário, cujo objetivo era acabar com o componente inercial da inflação, porém sem causar recessão. O Plano Cruzado preservava os salários e para ser implantado precisou provar ao Ministro da Fazenda, Dilson Funaro, que “permitiria

a prática de políticas de desenvolvimento e crescimento” (Sardenberg, 1987). Havia um “compromisso prioritário com políticas desenvolvimentistas” (Sola, 1988), principalmente do subgrupo dos economistas de oposição que estavam no Ministério da Fazenda.

De fato, “nos dois primeiros anos do governo Sarney, ainda acreditava-se na possibilidade de manter a mesma estratégia de crescimento industrial até vigente, agora comandada democraticamente por uma nova coalizão política, capaz de corrigir o seu viés profundamente antissocial” (Fiori, 1995).

Das várias sugestões que haviam sido elaboradas no Relatório Final da Comissão para o Reordenamento das Finanças Públicas, o então Ministro da Fazenda Dilson Funaro adotou apenas uma: o congelamento da Conta Movimento.

A composição do Conselho Monetário Nacional foi alterada em 1986 para a inclusão do Ministro do Trabalho, e em 1987, para a admissão de um membro “representante das classes trabalhadoras”, que faria parte das votações de urgência.

Em 29 de abril de 1987 assumira, no lugar de Dilson Funaro, no Ministério da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira. Em sua curta gestão – deixou o cargo em 21 de dezembro daquele ano – foram implantadas as seguintes medidas: a transferência da administração da dívida pública do BC para o Ministério da Fazenda, a transferência dos fundos e programas de crédito do BC para o Ministério da Fazenda, acabando assim, com as funções de fomento do BC.

É no período compreendido entre 1987 e 1988, que “começava a se operar aquilo que dois ou três anos depois emergiu como um novo consenso entre aqueles profissionais, macroeconomistas recém-alçados ao poder: em torno do déficit público – e das expectativas a ele associadas no que se refere à credibilidade do governo para honrar seus compromissos – como fator crucial da rota explosiva. “Esse consenso resultou de um processo de aprendizagem, através do qual aqueles atores políticos passaram a incorporar, redefinindo-os, elementos de saber que antes eram considerados anátemas: a questão da crise fiscal do Estado, que passa pelo problema do déficit público, mas não se reduz a ele; e a importância da dimensão monetária da inflação e da estabilização” (Sola, 1995).

Em junho de 1988, o Boletim Mensal do BC deixou de publicar o Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias, BB e BC, para publicar o Balancete Analítico

do Banco Central do Brasil. O BC, finalmente, assume o papel de autoridade monetária única, exercendo a função de um banco central clássico, mais de 23 anos após sua criação.

Entretanto, os debates realizados na Assembleia Nacional Constituinte e a própria Constituição, promulgada em 1988, espelham o confronto que ainda existia. No caso do sistema financeiro, verifica-se a inclusão de princípios relacionados às “novas” ideias. A Constituição determina que pertence à União a competência para a emissão da moeda e que esta será exercida pelo Banco Central (Artigo 164). O parágrafo 1º veda ao Banco Central a concessão de empréstimos ao Tesouro ou a qualquer órgão que não seja instituição financeira.

Todavia, o parágrafo 2º permite que o Banco Central possa comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, “com o objetivo de regular a oferta da moeda e a taxa de juros”. Se, de um lado, vedar empréstimos ao Tesouro garante mais autonomia decisória ao Banco Central, por outro lado, autorizar o banco a ter uma carteira de títulos do Tesouro, mesmo para fins de política monetária, constitui, inegavelmente, “um financiamento disfarçado” (Simonsen, *apud* Saddi, 1997).

O BC teria ainda dois presidentes até o final do governo Sarney: Elmo de Araújo Camões e Wadico Waldir Bucchi.

3.3.7 Governo Fernando Collor de Mello (1990-1992)

A política econômica do Governo Collor foi marcada pelo enxugamento da liquidez da maior parte dos ativos financeiros, que ficou conhecida como sequestro ou confisco, pelo congelamento de preços e prefixação de preços e salários. Para a consolidação da estabilidade de preços, pretendida por esta medida, “a política monetária seria uma peça chave” (Rego, 1991).

Assim que iniciou seu mandato, o presidente Collor fez, juntamente com o anúncio do plano econômico, conhecido como Plano Collor, uma redução do número de Ministérios. Os Ministérios da Fazenda e do Planejamento foram fundidos no Ministério da Economia, além de outras fusões. Em abril de 1990, foi estabelecida uma nova composição do Conselho Monetário Nacional: Ministro da Economia (presidente), Infraestrutura (vice-presidente), Agricultura e Reforma Agrária, Trabalho e Previdência Social, presidentes do BC, BB, CEF, BNDES e CVM, representantes das classes trabalhadoras e seis membros nomeados pelo presidente da República. Os casos de urgência seriam deliberados por todos os Ministros, os presidentes do BC e BB,

representantes das classes trabalhadoras e dois membros dos nomeados pelo presidente da República.

Naturalmente, houve um enorme impacto na economia com o congelamento dos estoques de liquidez, desacelerando a inflação no curto prazo. Entretanto, os fluxos não foram afetados, e este fato, somado a outros naturalmente, fez com que o plano não lograsse sucesso no combate à inflação de longo prazo.

Em janeiro de 1991, foi anunciado o Plano Collor II com as seguintes medidas: i) congelamento de preços; ii) conversão de salários pela média real dos últimos doze meses; iii) extinção dos indexadores (BTN, BTNf, e MVR) e criação da Taxa Referencial de Juros (TR); iv) extinção do *overnight* e criação do Fundo de Aplicação Financeiras (FAF); e v) utilização de uma “tablita” para deflacionar as dívidas (Serra & Franco, 1991).

Em abril de 1991, com a saída da Ministra Zélia Cardoso de Melo, Marcílio Marques Moreira foi nomeado para o Ministério da Economia, e a economia brasileira entrou numa fase de liberalização e desregulamentação. Em dezembro de 1991, uma Carta de Intenções foi proposta ao FMI, sendo a mesma aprovada em janeiro de 1992, quando as negociações com o Clube de Paris foram retomadas (Andrade, 1992). Pedro Malan era o Negociador-Chefe para Assuntos de Dívida Externa do Ministério da Economia, e liderou essa missão.

Enquanto o processo de renegociação da dívida parece ter sido centralizado no Ministério da Economia, a liberalização dos fluxos financeiros e a desregulamentação da legislação cambial foram conduzidas pelo BC, mais precisamente pela Diretoria de Assuntos Internacionais, que passou a ocupar um lugar importante na instituição. O resultado destes dois processos foi o grande aumento do ingresso bruto de recursos: de US\$ 5.337 milhões em 1990 para US\$ 11.626 milhões em 1991.

Enquanto isso, prosseguia o debate sobre a independência do BC, o qual estava definitivamente incorporado à agenda econômica e política. “Aliás, já estava presente nas Diretrizes de Ação do Governo (Collor de Mello) a intenção de restringir a atuação do Banco Central ao controle da liquidez do mercado monetário e à regulamentação e à fiscalização do mercado financeiro” (Paiva, 1990).

Em fevereiro de 1992, foi organizado, na USP, um Congresso denominado “Reforma do Sistema Financeiro Nacional”, que teve o apoio do Ministério da Economia, do Banco Central do Brasil e da Comissão Especial de Regulamentação do Sistema

Financeiro Nacional da Câmara dos Deputados. O Congresso contou com a colaboração do Banco Mundial/BIRD e com a participação de entidades representativas das frações de classe dominante e da CUT.

Dois painéis discutiram especificamente a questão da independência do BC: “Independência do Banco Central do Brasil: Aspectos Conceituais” e “Independência do Banco Central do Brasil: Aspectos Políticos, Social, Institucionais e Regulamentários”, motivados por dois projetos de lei complementar propostos pelos deputados César Maia e Francisco Dornelles, e pelo deputado José Serra.

Os projetos apresentam uma diferença fundamental. Enquanto o projeto Maia-Dornelles procurava regulamentar minuciosamente a organização e o funcionamento de todo o sistema financeiro, o objetivo do Projeto Serra era traçar alguns princípios mais gerais sobre o sistema financeiro e remeter a sua regulamentação à lei ordinária (Novelli, 2002).

Existe um consenso entre os dois projetos em relação ao objetivo primordial do BC: manter a estabilidade da moeda. Para tanto, a política monetária deveria ser executada de acordo com uma programação monetária anual, que poderia ser alterada desde que encaminhada e justificada ao Congresso.

Ambos os projetos assegurariam a independência do BC através da impossibilidade de se financiar o Tesouro, como aliás, já estabelece a Constituição, e também pelo estabelecimento de mandatos fixos para a diretoria, cujos indicados continuariam a ser aprovados pelo Senado Federal. Entretanto, paralelamente a essas discussões, discutia-se no Congresso e no país o impeachment do presidente da república.

3.3.8 Governo Itamar Franco (1992-1994)

Após a renúncia do presidente Collor, praticamente forçado a tal após o processo de impeachment, assumiu a presidência o vice-presidente Itamar Franco, em 2 de outubro de 1992. O Governo Itamar Franco defrontou-se com uma conjuntura externa de extrema liquidez e adotou uma política de absorção de recursos externos que culminou com um elevado saldo das reservas internacionais – US\$ 30 bilhões – no final de 1993 (Novelli, 2002). Em abril de 1994, foi fechado um acordo com credores internacionais no valor de US\$ 52 bilhões (Folha de São Paulo, 16 de abril de 1994). O aumento das reservas internacionais continuou, chegando a US\$ 40 bilhões em setembro de 1994, em virtude da crise mexicana.

Desde que assumiu a presidência, até 21 de maio de 1993, ou seja, pouco mais de sete meses depois, o governo Itamar teve nada menos que três Ministros da Fazenda: Gustavo Krause, Paulo Haddad e Eliseu Resende. Nesta data, assumiu a pasta o sociólogo e então Ministro das Relações Exteriores, Fernando Henrique Cardoso. FHC permaneceu no Ministério até 31 de março de 1994, quando se licenciou do cargo para se candidatar-se à presidência da República.

Como Ministro da Fazenda, Fernando Henrique colocou em prática um novo plano econômico: o Plano Real. Dada a importância deste plano e também devido ao fato de Fernando Henrique Cardoso, seu principal articulador, ter sido eleito presidente da República, trataremos deste tema no próximo item.

3.3.9 Governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2003)

Grande parte dos autores do Plano Real havia participado anteriormente da elaboração do Plano Cruzado, como Pêrsio Arida, Edmar Bacha e André Lara-Resende. Dentre os novos participantes, destaca-se o nome de Gustavo Franco, que veio a presidir o BC posteriormente. Havia, entretanto, uma diferença crucial entre os dois planos, que era o abandono das ideias e práticas heterodoxas presentes no plano cruzado, como cita Albert Fishlow:

“... Em vez de usar a heterodoxia tradicional, que já havia sido utilizada anteriormente com tanta frequência, com seus congelamentos de preços objetivando romper as consequências da inflação passada sobre a inflação corrente...” (Fishlow em Moura, 2007).

O plano previa um período de tempo em que duas moedas estariam em circulação, a antiga e a nova. A nova moeda seria ligada à taxa real de câmbio externa, ajustada diariamente. Com o passar do tempo, quando todos os salários e preços se tornassem atrelados à nova moeda, a antiga seria abolida. O fundamento para essa teoria seria a noção de que a inflação brasileira havia retornado a uma versão inercial. Um capítulo deste trabalho é dedicado exclusivamente ao aspecto inercial da inflação.

Tendo isso como base, o Plano Real evoluiu em três fases. Primeiro, um importante compromisso fiscal. Através do Ministério da Fazenda, o Governo insistiu nos requisitos para garantir um grande superávit fiscal. O programa só foi implementado até que 20% do orçamento fossem separados para servir como um Fundo Social de Emergência, para ser gasto ou não naquele ano ou em um ano subsequente. Um grande

superávit primário era uma novidade que alterou de maneira palpável o cenário macroeconômico. Ele alcançou mais de 5% em 1994, permitindo que o resultado fiscal operacional, incluindo o pagamento de juros, alcançasse um superávit durante aquele ano, o que foi excepcional.

A segunda fase trouxe a Unidade Real de Valor, a URV, introduzida em março de 1994. Essa mudança foi a então denominada “proposta Larida” (Fishlow em Moura, 2007), defendida, mas não seguida no Plano Cruzado. Seu intuito era permitir um processo gradual e voluntário de ajustamento de contratos, assim como prover um mecanismo para a conversão de salários de uma maneira neutra. Aqui, os salários eram fixados pela média dos últimos quatro meses, evitando portanto, o seu valor máximo. Toda indexação foi abolida, com exceção de uma modificação adicional, desenhada para garantir a neutralidade da conversão no dia do primeiro aniversário da mudança. A URV foi igualada à taxa de câmbio do cruzeiro real/dólar e acompanhou a desvalorização do cruzeiro de acordo com uma média de três índices de preço, enquanto retinha uma relação fixa com o dólar. Essa taxa de câmbio era fixa, porém dessa vez em termos reais, permitindo, assim que os preços relativos se ajustassem.

A conversão à nova moeda, o real, foi feita no dia 1º de julho de 1994 com uma taxa de 1 para 1 com a URV, que representava exatamente um valor igual ao dólar. Quando ocorreu a conversão, os efeitos imediatos foram altamente positivos. O plano alcançou sucesso imediato. A inflação praticamente desapareceu, e particularmente o preço da cesta básica, assim como de outros bens de primeira necessidade, caiu mais de 8% em julho e agosto. As taxas nominais de juros caíram bruscamente, porém, em termos reais, mantiveram-se altas.

Houve uma enorme entrada de capital estrangeiro, de tal sorte que provocou uma apreciação cambial de 18%. Conseqüentemente, os produtos importados tornaram-se mais baratos. A queda dos preços dos produtos importados em um ambiente de menor protecionismo, implementado inicialmente no Governo Collor, foi decisivo para um elevado grau de competição nos mercados, que naturalmente restringia o aumento dos preços domésticos.

A mudança nas condições internacionais foi uma diferença importante, se comparada às tentativas anteriores de estabilização (condições essas que viriam a se deteriorar acentuadamente a partir de 1995). Havia agora, um estoque inicial de reservas internacionais adequado, mas elas também cresceram rapidamente. Os produtos

importados podiam ser comprados agora e isso compensava a demanda dos consumidores: as vendas reais de agosto em São Paulo mostravam um aumento de 27% em relação ao ano anterior. As restrições ao crédito ao consumidor pelo BC começaram a ocorrer já em setembro. Esse aumento na demanda resultou em um crescimento real acima de 5% em 1994. Entretanto, dessa vez havia duas importantes diferenças em relação ao fracassado Plano Cruzado de 1986. A primeira foi o estímulo imediato da oferta externa devido à valorização inicial do real. A segunda foi em relação aos preços. Ao invés de congelamentos por períodos de tempo seguidos por descongelamentos futuros, de acordo com a tradição heterodoxa, houve uma confiança na determinação de preços pelo mercado.

O Plano Real perdurou (como ainda perdura até hoje), ao invés de ser logo substituído por uma estratégia macroeconômica alternativa, como havia acontecido com as tentativas anteriores de controlar a inflação.

Para garantir a estabilidade de preços, foi utilizada a âncora cambial, uma taxa de câmbio semifixa. Havia, entretanto, uma controvérsia acerca de quando se deveria abandonar este tipo de regime cambial. Pêrsio Arida, o primeiro presidente do BC da era FHC, defendia a tese de abandonar a âncora cambial mais cedo, temendo uma contínua sobrevalorização do real, o que de fato ocorreu. Por outro lado, a corrente que defendia a manutenção do regime considerava muito prematuro abandonar ainda no primeiro ano do plano um de seus alicerces. A segunda corrente foi vitoriosa, e em 13 de junho de 1995, Pêrsio Arida foi substituído por Gustavo Loyola na presidência do BC. Loyola ainda seria substituído posteriormente por Gustavo Franco, em agosto de 1997.

O resultado teve consequências positivas e outras, nem tanto. A âncora cambial contribuiu de forma decisiva para o sucesso no combate à inflação, mas contribuiu também para que os preços dos bens transacionáveis apresentassem um índice de inflação muito mais baixo que os não transacionáveis, resultando naturalmente em maiores importações, menores exportações e maiores déficits em conta corrente. Para financiar estes déficits, os juros tiveram que ser mantidos em patamares elevados para atrair e reter o capital estrangeiro. Os déficits em conta corrente chegaram a mais de 4% do produto. A solução para este problema se deu em fevereiro de 1999 com a mudança de regime cambial, de câmbio fixo para flexível. Em seguida, em junho daquele ano, o Banco Central, sob a presidência de Armínio Fraga, adotou o regime de metas de inflação como política monetária.

A implementação do regime de metas de inflação como diretriz para fixação de política monetária no Brasil se deu em 21 de junho de 1999, através do decreto número 3.088 do então presidente Fernando Henrique Cardoso (Krebs, 2006).

Ainda de acordo com Krebs (2006), o modelo operacional do caso brasileiro guarda muitas semelhanças com o do Reino Unido, indicando que este serviu de inspiração para o caso doméstico. No Brasil, as metas foram representadas por variações anuais de índice de preço de ampla divulgação. As metas e os respectivos intervalos de confiança são fixados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e foram estipulados os seguintes prazos para seu anúncio: para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior.

Ao Banco Central do Brasil (BC) compete executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas fixadas. Além de fixar as metas, coube ao CMN escolher o índice de preços a ser adotado. Em 30 de junho, o índice escolhido foi o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), calculado pelo IBGE. Ficou determinado, que caso a meta não fosse cumprida, ou seja, a variação acumulada da inflação se situasse fora do intervalo de confiança, o presidente do BC deveria divulgar publicamente as razões do descumprimento por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda (em analogia ao procedimento efetuado no Reino Unido). Esta carta deveria conter: descrição detalhada das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual deveria se esperar que as providências produzissem efeito.

O BC deveria ainda divulgar, até o último dia de cada trimestre civil, um relatório de inflação abordando o desempenho do regime de metas de inflação, os resultados das decisões de política monetária passadas, e a avaliação prospectiva da inflação. Este é mais um fator revelador do paralelo existente entre o modelo doméstico e o britânico.

Em 30 de junho de 1999 foram fixadas as seguintes metas: 8% para 1999, 6% para 2000, e 4% para 2001. Todas as metas possuíam um intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais (p.p.).

Sucessivamente, as próximas metas foram sendo estipuladas até 30 de junho, com dois anos de antecedência, conforme estipulado pelo modelo. A seguir, as metas para

os anos seguintes: 3,5% com intervalo de tolerância de 2 p.p. para 2002; 3,25%, idem de 2 p.p., alterada para 4% (em junho de 2002), com ampliação do intervalo de tolerância para 2,5 p.p. para 2003; 3,75% ($\pm 2,5$ p.p.), alterada em 2003 para 5,5% ($\pm 2,5$ pp) para 2004; 4,5% ($\pm 2,5$ p.p.) para 2005; A partir de 2006, o intervalo de tolerância foi reduzido de 2,5 p.p. para 2 p.p., sendo a meta mantida no patamar de 4,5%. Este valor vigora até hoje, sendo também a referência de meta para 2016 e 2017, ano em que o intervalo de tolerância diminuirá para 1,5 ponto percentual.

Nos dois primeiros anos do programa, a meta foi cumprida. A inflação medida pelo IPCA em 1999 foi de 8,9% (portanto dentro da faixa de $8\% \pm 2pp$), e em 2000 foi de 6,0%, precisamente o valor da meta. Porém em 2001, a inflação atingiu 7,7%, situando-se, portanto acima do intervalo superior da meta inflacionária ($4\% \pm 2pp$). Consequentemente, de acordo com o estabelecido no decreto de implementação do regime de metas de inflação, o Presidente do BC divulgou publicamente as razões do descumprimento por meio de carta ao Ministro da Fazenda (à época, Pedro Malan). Em sua carta, o então Presidente do BC Armínio Fraga destacou as causas, que estão expostas no apêndice 2. O apêndice 1 expõe os fundamentos teóricos do programa de metas de inflação como política monetária.

Neste momento, torna-se oportuno mencionar que o Banco Central do Brasil foi presidido por Francisco Lopes, entre as gestões de Gustavo Franco e Armínio Fraga. Devido a acusações e denúncias de irregularidades, o nome de Francisco Lopes foi retirado da lista oficial de ex-presidentes do BC no site do Banco (www.bcb.gov.br). Tudo se passa como ele nunca estivera no comando da Instituição, o que configura um absurdo histórico.

Uma ampla privatização ocorreu neste período gerando imediatos ganhos na eficiência. Um dos exemplos mais palpáveis destes ganhos ocorreu posteriormente no setor de telefonia móvel.

O cenário internacional apresentou deterioração acentuada ainda antes do início do primeiro mandato de FHC. Inicialmente, houve a crise mexicana no final de 1994, que afetou a Argentina significativamente, atrasou o ajustamento da taxa de câmbio brasileira e diminuiu o crescimento do Brasil. A crise asiática, que ocorreu em 1997, levou a taxa de juros brasileira a subir e teve efeitos na diminuição da expansão da economia. Em agosto de 1998 foi a vez da crise russa, e já na segunda metade do Governo FHC, o

contágio das crises na Argentina em 2000 e 2001. Os atentados terroristas de 11 de setembro representaram de forma tanto inequívoca quanto trágica, o fim de qualquer expectativa de cenário externo positivo, pelo menos até o final do mandato presidencial de Fernando Henrique Cardoso.

O Plano Real foi de enorme relevância para a economia brasileira, não só pela ótica da estabilidade e do controle inflacionário. Desde a sua criação, até 1994, ou seja, em seus praticamente 30 primeiros anos de existência, o Banco Central viveu sob regime de política econômica de dominância fiscal. Para compreender melhor o significado desta afirmação, vejamos a equação 4.1.

Equação 3.1:

$$G - T + iB \equiv \dot{M} + \dot{B}$$

Onde G são os gastos do Governo, T são os impostos, i é a taxa de juros, B é o montante de títulos de dívida do Tesouro, \dot{M} é a variação da Base Monetária, e \dot{B} é a variação de emissão de títulos.

A equação 3.1 é uma identidade, e informa, basicamente, que o déficit do governo (déficit primário somado ao pagamento de juros da dívida interna) é financiado por expansão da base monetária ou por aumento da emissão de títulos do Tesouro.

No regime de dominância fiscal, o Governo decide o quanto irá gastar e quanto irá cobrar de impostos, G e T , bem como (através do Tesouro) decide a quantidade de títulos e a variação de emissão, B e \dot{B} . O Banco Central, então, ajusta a variação da base monetária para fechar a equação e cobrir o déficit público.

No regime de dominância monetária, que se iniciou no Brasil em 1994, o Banco Central (BC) decide \dot{M} através da política monetária, e o Tesouro faz o restante de ajustes na parte fiscal. Dessa forma, passados quase trinta anos de sua criação, finalmente o BC assumia o papel clássico de um banco central.

As razões que consolidam a importância em se trabalhar com o regime de dominância monetária são várias. A principal delas é que no regime de dominância fiscal, o BC fica impossibilitado de fazer política monetária. As decisões acerca da variação da base monetária são exclusivamente para fazer os ajustes da equação 4.1, ou seja, para “fechar” as contas do Governo. A principal missão do Banco Central é a de “assegurar a

estabilidade do poder de compra da moeda” (*site do Banco Central do Brasil www.bcb.gov.br*). A forma com que o BC tem de cumprir essa missão é exercendo política monetária através de seu instrumento clássico: a taxa de juros. Através do Comitê de Política Monetária (COPOM), o BC decide a taxa de juros básica da economia – SELIC – para que o equilíbrio no mercado monetário seja assegurado.

Existe um amplo debate acerca deste tema no Brasil. A corrente denominada desenvolvimentista defende que o Banco Central pratique uma política de juros mais baixos, para assim estimular o investimento da Indústria e o crescimento da economia. Este momento é particularmente adequado para frisar que as decisões de política monetária do BC devem ser absolutamente isentas de ideologias, sejam elas de origem ortodoxas ou heterodoxas. O BC exerce um papel crucial na economia que é o de ser o guardião do poder de compra da Moeda nacional. A política monetária, as decisões de variação da base monetária e a consequente “escolha” da taxa de juros devem ser norteadas para o cumprimento deste papel, dessa missão. Ela não pode ser comprometida em nome de outros objetivos que não competem ao BC, mesmo porque, é sabido que a política monetária não possui efeito no longo prazo. As medidas de incentivo ao crescimento econômico devem ser originadas na política fiscal. Um bom ponto de partida seria uma mudança de prioridade na decisão dos gastos do governo. O investimento público é ainda muito débil no Brasil para que se tenha, além de um crescimento desejável, uma qualidade satisfatória na oferta dos bens públicos.

A segunda razão que sustenta a dominância monetária é, justamente, a parte fiscal da economia. No regime de dominância fiscal, existe uma “tentação” dos governos (particularmente daqueles países em que há forte tradição de extrapolação de déficits) de gastar em excesso, deixando o déficit para ser financiado pelo lado monetário. Os países desenvolvidos nos deixam uma lição clara neste assunto, de forma que não há outra saída senão aquela de gastar com responsabilidade. Qualquer boa dona de casa, aliás, sabe disso! Neste sentido, o Brasil deu um enorme passo em 2000, quando foi aprovada a Lei de Responsabilidade Fiscal.

As figuras 3.1, 3.2 e 3.3 mostram a evolução da inflação e do estoque de moeda M1 real desde 1900 até 2015, destacando no tempo as criações da SUMOC e do Banco Central, bem como os planos de estabilização. O objetivo é ilustrar o êxito do Plano Real no combate à inflação, especialmente na comparação com o desempenho dos outros planos.

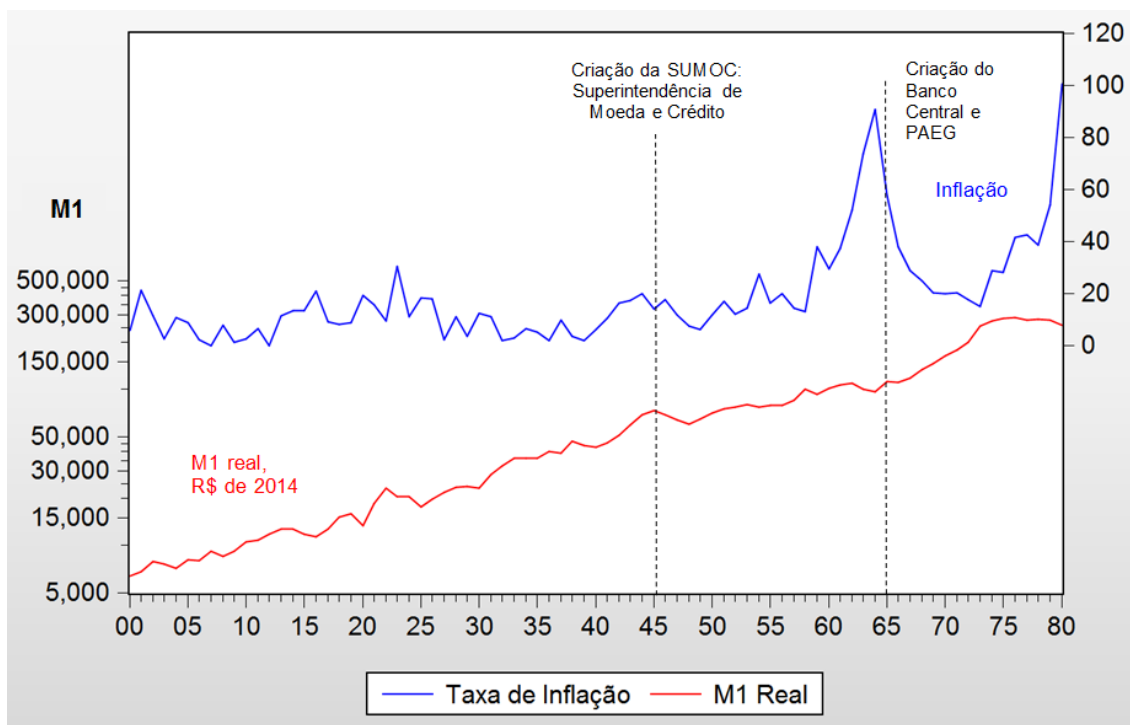


Figura 3.1: Evolução da Taxa de Inflação e do Estoque Real de Moeda M1 de 1900 a 1980

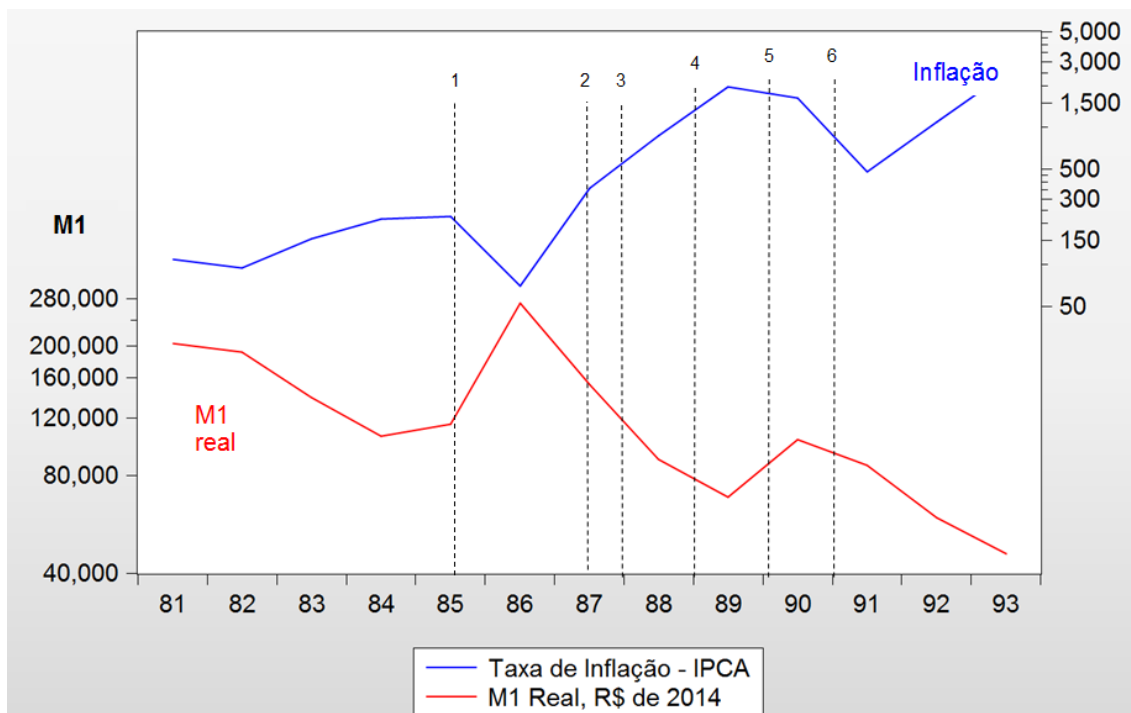


Figura 3.2: Evolução da Taxa de Inflação e do Estoque Real de Moeda M1 de 1981 a 1993

Legenda: Planos Econômicos

- 1 – Plano Cruzado
- 2 – Plano Cruzado II
- 3 – Plano Bresser
- 4 – Plano Verão
- 5 – Plano Collor
- 6 – Plano Collor II

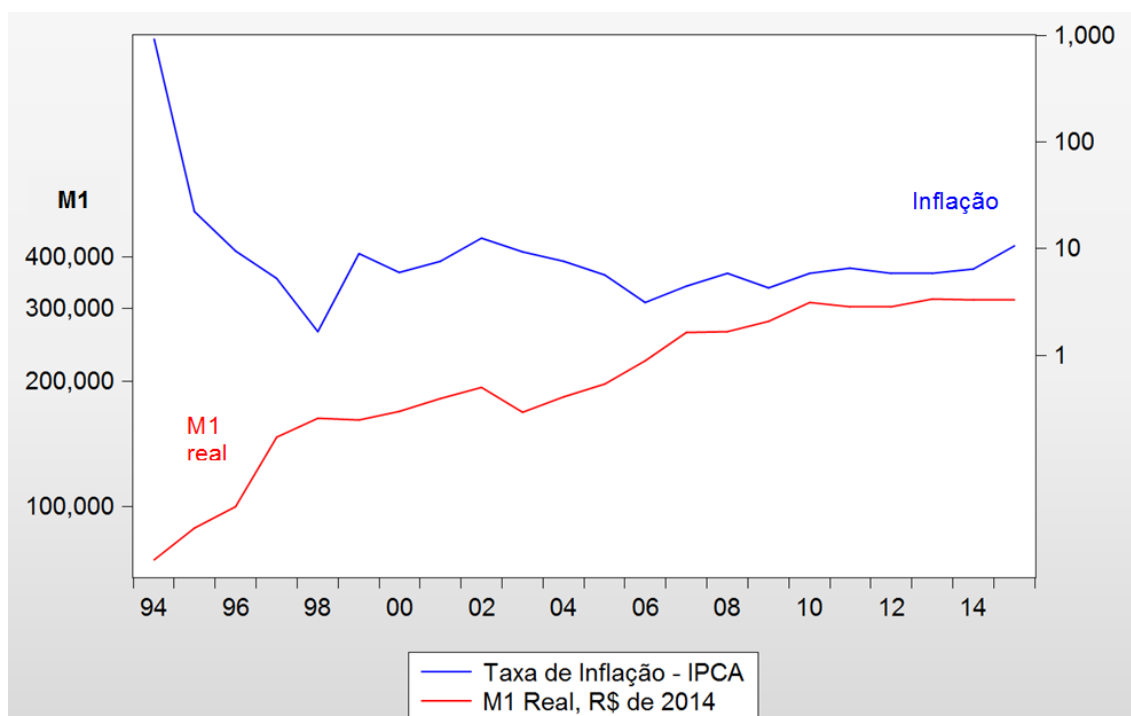


Figura 3.3: Evolução da Taxa de Inflação e do Estoque Real de Moeda M1 Após o Plano Real

3.3.10 Governo Luís Inácio Lula da Silva (2003-2011)

O ano de 2002 que marcou o final do segundo mandato do Governo FHC foi marcado por um período cíclico perverso. O crescente favoritismo do candidato da oposição Luís Inácio Lula da Silva, ou simplesmente Lula, como era historicamente conhecido, gerou um cenário de incertezas no mercado quanto ao futuro da condução da política econômica. Lula já disputara três eleições presidenciais anteriormente, e suas ideias expostas naquelas ocasiões sinalizavam para estas incertezas. Além disso, havia sido um opositor formal ao Plano Real. Recentemente, nas eleições municipais de 2000, o PT, partido de Lula, havia transformado em carro-chefe da campanha, um plebiscito informal que indagava à população se o setor público deveria realmente pagar suas dívidas interna e externa, como se o não pagamento fosse de fato uma opção viável para um país que estava reconstruindo, após várias décadas, sua credibilidade.

A elite dirigente do PT, a começar pelo presidente do partido, apoiava de forma explícita a consulta popular, e os economistas mais proeminentes do partido publicaram artigos conferindo ao plebiscito respaldo pessoal inequívoco, revelando de forma clara que não se tratava de iniciativa da ala mais radical.

Assim sendo, à medida que aumentava a popularidade de Lula como candidato, as incertezas futuras provocavam danos na economia no presente. E quanto maiores os danos, mais a popularidade crescia. Estava criado o ciclo perverso. Porém, o surto de incerteza e os indicadores de confiança na economia brasileira em rápida deterioração poderiam colocar em xeque a vitória de Lula.

Foi então que, em junho de 2002, o PT divulgou um documento assinado pelo próprio Lula, intitulado Carta ao Povo Brasileiro, que continha uma declaração de intenções que havia se tornado absolutamente crucial, e falava de forma clara sobre como seria o programa econômico do novo governo. “Vamos preservar o superávit primário o quanto for necessário para impedir que a dívida interna aumente e destrua a confiança na capacidade do governo de honrar seus compromissos”.

Mesmo com essa mudança drástica de discurso, não foi fácil acalmar os mercados. Até porque, a dúvida geral era: qual o grau de sinceridade destas intenções? Era muito provável, que mesmo na elite dirigente do partido, o novo discurso tivesse sido adotado a contragosto, e que as convicções não poderiam mudar tanto assim, especialmente em se tratando do PT. Havia também outro temor de que as resistências tivessem sido apenas

momentaneamente vencidas pela percepção de que a mudança de discurso seria vital para a vitória de Lula. Uma vez assegurada a vitória, o discurso seria abandonado. O fato é que em dezembro de 2002, o risco-Brasil ainda era consideravelmente alto.

Com o efetivo início do governo, Lula nomeou o médico Antonio Palocci Ministro da Fazenda, e escolheu para a presidência do BC, Henrique Meirelles, executivo do Banco de Boston. Os discursos de ambos era absolutamente surpreendente, até mesmo para os mais céticos. O teor ortodoxo da condução da política econômica, bem como a desenvoltura e firmeza com que esse discurso se traduziu em ações concretas, foi uma grata surpresa para o país. O que se deu na prática, foi uma manutenção da linha de pensamento de condução da economia.

O governo Lula chegou a elevar a meta de superávit primário para 2003, de 3,75% para 4,25% do PIB. A decisão foi vista com perplexidade no PT e no mercado, de formas negativa e positiva, respectivamente. No quadro econômico que estava sendo enfrentado, a anunciada elevação do superávit primário era um passo fundamental para abrir espaço para a paulatina redução de taxa de juros.

Com a taxa de inflação – IPCA – acima de 13% ao ano, endividamento do setor público em trajetória explosiva e mercados financeiros tomados pela desconfiança, a situação exigia a adoção de tais medidas ortodoxas.

Vários fatores contribuíram para a reconstrução da confiança e o bom desempenho dos indicadores macroeconômicos, entre eles a melhora da balança comercial devido à prolongada depreciação cambial e do aumento da demanda mundial pelas exportações brasileiras. Além do aspecto cambial, o cenário externo extremamente favorável era decisivo para o aumento das exportações. Contas externas mais sólidas e rápida redução da incerteza, rapidamente deram lugar a uma forte apreciação cambial e forte queda nos indicadores de risco-país ao longo do primeiro semestre de 2003. No início de junho, o câmbio, que iniciara o ano em R\$3,50/US\$, já estava abaixo de R\$3,00/US\$, porém nunca atingindo o patamar do primeiro semestre de 2002. O risco-Brasil caiu de 1.400 para 700 pontos-base.

Em meados de 2003, o governo logrou sucesso na aprovação de emendas constitucionais relacionadas às reformas previdenciária e tributária, consideradas como desgastantes. O que chamou muito atenção à época (e ainda o faz) foi o fato de que no

Governo Fernando Henrique Cardoso, o PT se opôs com veemência a ponto de impedir a aprovação destas mesmas medidas que agora, no Governo, defendia.

O Banco Central encontrou espaço para reduzir a taxa básica de juros de 26,5%, em maio de 2003, para 16% em maio de 2004. A inflação de 2003 foi de 9,3%, bem acima da meta de 4% ($\pm 2,5$ p.p.). As razões para o descumprimento da meta encontram-se amplamente discutidas no capítulo 5.

Se o crescimento do PIB foi de apenas 1,2% em 2003, em 2004 a economia cresceu 5,7%, com a inflação caindo para 7,6%, desta vez, dentro do intervalo da meta que era de 5,5% ($\pm 2,5$ p.p.), ou seja, a inflação deveria ficar entre 3,0 e 8,0%. Houve também melhora nas contas externas. As exportações haviam aumentado de US\$60,4 bilhões em 2002 para US\$96,5 bilhões em 2004. E a elevação do saldo comercial de US\$13,1 bilhões em 2002 para US\$33,6 bilhões em 2004, permitiu que o déficit em conta corrente de 1,7% do PIB, observado em 2002, fosse convertido em um superávit de quase 2% do PIB em 2004 (Werneck em Abreu, 2014).

Em meio ao escândalo do mensalão, no segundo semestre de 2005 foi possível notar que o discurso econômico do governo estava mudando. Os Ministros da área econômica estavam preocupados com a escalada do aumento dos gastos primários, que estavam crescendo a uma taxa duas vezes maior que a do PIB. Decidiram, então, propor um programa de ajuste fiscal. O programa, longe de propor um corte drástico nas despesas, sugeria um ajuste fiscal de longo prazo, com foco especial em reduzir o crescimento das despesas previdenciárias, controlar os gastos com funcionalismo e em medidas de desvinculação do processo orçamentário.

A então Ministra-chefe da Casa Civil Dilma Rousseff foi a protagonista de uma movimentação de dentro do governo que criticou publicamente a proposta, com o apoio do então presidente do BNDES, Guido Mantega. Ao final de 2005, o PT já defendia um “programa econômico anti-Palocci”.

Palocci foi forçado a deixar o cargo em março de 2006, por razões não associadas à sua atuação no Ministério. Ele havia obtido sucesso em recrutar um quadro de profissionais de alto nível técnico, quase sempre apartidários, para compor tanto o Ministério da Fazenda como o Banco Central. Palocci também exerceu papel importante na mudança de discurso do PT, frequentemente mencionado na literatura como a metamorfose do discurso econômico, bem como na transição do governo FHC para Lula.

No lugar de Palocci, Guido Mantega assumiu o Ministério da Fazenda. Mantega representou um ponto de inflexão no discurso econômico do governo. Não só foi abandonado o projeto de ajuste fiscal de longo prazo, como se seguiu uma forte expansão dos gastos públicos. Agora, o Ministério da Fazenda era o principal opositor das ideias que nortearam os três primeiros anos do governo Lula.

Entretanto, o presidente Lula chegou ao final do primeiro mandato com uma inflação anual de 3,1%, associado a um bom desempenho, com uma taxa média de crescimento do PIB entre 2004 e 2006 superior a 4%. Com este cenário favorável na economia, Lula foi reeleito em 2006, apesar de novos escândalos políticos.

O segundo mandato de Lula se iniciou com uma defesa clara e ostensiva da expansão do gasto público em substituição à preocupação com o ajuste fiscal. Com Palocci longe do governo, os ministros da Fazenda e Casa Civil, Guido Mantega e Dilma Rousseff, respectivamente, colocaram em prática uma agenda com forte expansão fiscal. Foi anunciado o Programa de Aceleração do Crescimento – PAC. Ainda em 2007, mais precisamente em outubro, ou seja, no primeiro ano do segundo mandato, a Ministra Dilma Rousseff anunciou publicamente que “preocupações com contenção de dispêndio haviam sido deixadas para o mandato presidencial seguinte” (Werneck em Abreu, 2014).

As exportações, infladas pelo crescimento do preço de commodities, tiveram forte expansão. De US\$ 96,5 bilhões em 2004, saltaram para US\$ 160,6 bilhões em 2007, mantendo o superávit da balança comercial acima de US\$ 40 bilhões durante todo este período. Somado a este saldo tão positivo da balança comercial, houve um forte influxo de investimento estrangeiro direto, e juntos provocaram um salto nas reservas internacionais (de US\$ 53 bilhões em 2004 para US\$ 180 bilhões em 2007), além de forte apreciação cambial (R\$ 2,65 / US\$ no final de 2004 para R\$ 1,77 / US\$ no final de 2007).

Em abril de 2008, o BC voltou a elevar os juros, preocupado com a expressiva reaceleração da inflação, ultrapassando o centro da meta de 4,5%, como indica a figura 3.4. Nela, a linha tracejada horizontal (em vermelho) representa a meta de inflação de 4,5%. O intervalo de tempo representado pelo número 1, entre o último trimestre de 2007 e o final do primeiro trimestre de 2008, marca o período em que os juros estiveram estacionários enquanto a taxa de inflação ultrapassava o centro da meta.

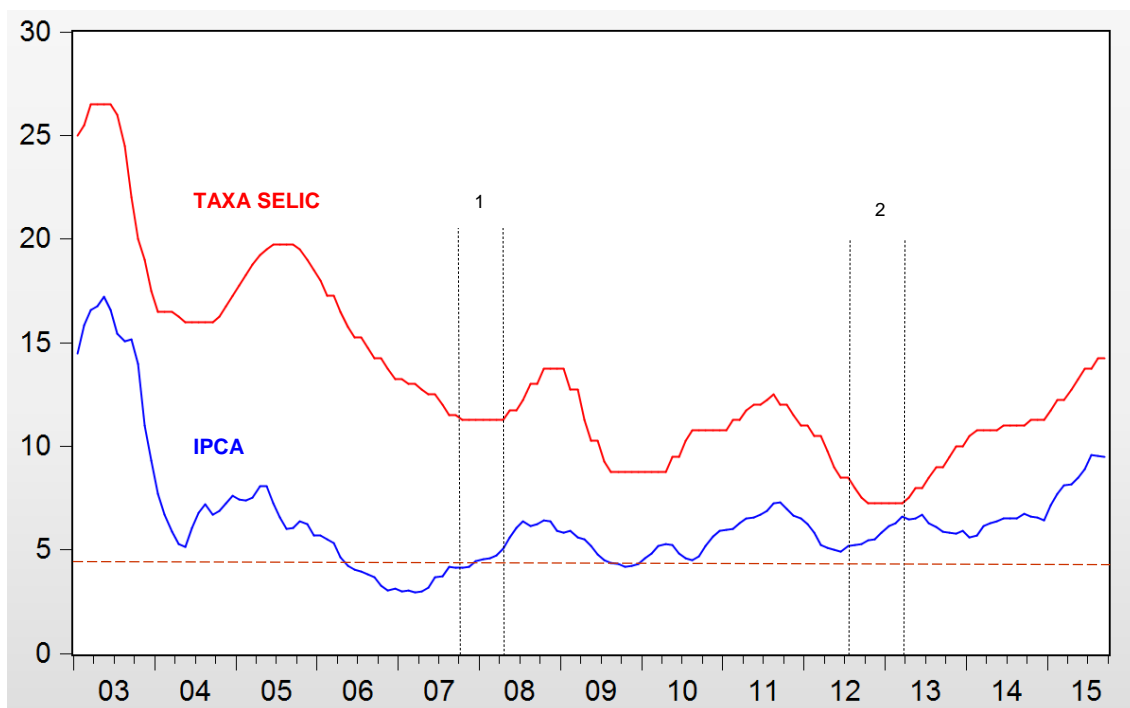


Figura 3.4: Taxa SELIC versus Taxa de Inflação IPCA entre 2003 e 2015

Após a quebra do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, a crise que se desenhara desde meados de 2007 assumiu proporções mundiais, atingindo praticamente todos os países, inclusive o Brasil. As maiores economias desenvolvidas do mundo apresentaram queda expressiva do PIB no ano seguinte.

O Brasil obteve um relativo sucesso no enfrentamento da crise mundial de 2008. O principal fator que propiciou a resistência que a economia brasileira demonstrou durante a crise foi a enorme redução de incerteza e simultâneo aumento de credibilidade que o país obteve com a consolidação do arcabouço de regras e instituições que pautavam a condução da política econômica de forma responsável e clara. A mudança recente nesta forma de condução e sua conseqüente deterioração não haviam contaminado os indicadores usuais de desempenho econômico.

3.3.11 Governo Dilma Rousseff (2011-)

No ano de 2010, último do segundo mandato do governo Lula, o Brasil obteve um crescimento fenomenal de 7,5% do PIB, ainda que com forte deterioração fiscal, com acentuado aumento dos gastos públicos, e com inflação em aceleração: a taxa oficial, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 5,9% naquele ano, contra 4,3%

em 2009. Neste clima de euforia, a candidata do governo, Dilma Rousseff foi eleita no segundo turno derrotando o candidato da oposição, José Serra, do PSDB.

Logo após o anúncio da vitória, o então presidente do Banco Central, Henrique Meirelles foi convidado a permanecer no cargo pela presidente eleita. A resposta de Meirelles foi positiva, porém condicionada à manutenção da independência do BC e de sua autonomia. Dias depois, Dilma Rousseff convidou Alexandre Tombini, membro da diretoria do BC, para a presidência da Instituição.

Já no primeiro ano de governo, a presidente Dilma declarou que não iria “abrir mão de crescimento do PIB para que a inflação retornasse à meta de 4,5%”. Houve, então, uma substituição implícita de metas de inflação por metas de crescimento.

A região 2 assinalada na figura 3.4 ilustra com clareza o descompasso entre a política monetária e a evolução da inflação. O intervalo de tempo que corresponde a esta região abrange o segundo semestre de 2012 e o primeiro trimestre de 2013. Foi um período de forte aceleração da inflação, não obstante com a taxa de juros em queda.

A taxa média anual de crescimento do PIB nos três primeiros anos de mandato da presidente Dilma Rousseff mal chegou a 2%, enquanto o índice oficial de inflação foi de 6,5% em 2011, atingindo o limite máximo do intervalo de tolerância da meta de 4,5%. Nos dois anos seguintes, ficou (a inflação) pouco abaixo de 6% (5,84% em 2012 e 5,91% em 2013), voltando a ficar acima de 6% em 2014 (6,41%), e finalmente atingiu dois dígitos em 2015, com 10,67%, a maior em 13 anos.

Em uma eleição muito acirrada com o país nitidamente dividido, a presidente Dilma foi reeleita nas eleições de 2014, derrotando o candidato da oposição, Aécio Neves, do PSDB, com uma diferença de pouco mais de 3 pontos percentuais. Diante de um cenário econômico de inflação em aceleração e crescente aumento da relação dívida/PIB, ultrapassando a marca de 70%, a presidente convidou o economista Joaquim Levy para substituir Guido Mantega no Ministério da Fazenda.

4 O Banco Central e a Economia Brasileira: O Impacto da Política Monetária

4.1 Introdução

O objetivo deste capítulo é avaliar os efeitos da política monetária na economia brasileira. A política monetária é exercida pelo Banco Central através do controle da taxa básica de juros, a SELIC, a taxa de juros nominal da economia. O impacto, porém, se dá através da taxa de juros real, que é a taxa nominal descontada da inflação. A expressão matemática que relaciona formalmente a taxa de juros real e a nominal é dada por:

$$r_t = \frac{1+i_t}{1+\pi_t} - 1$$

Ou alternativamente por:

$$r_t = \frac{1+i_t}{P_t/P_{t-1}} - 1$$

Onde r_t é a taxa de juros real no tempo t , i_t é a taxa de juros nominal no tempo t , fixada pelo BC, π_t é a taxa de inflação no tempo t , P_t é o índice de preços no tempo t e P_{t-1} é o índice de preços no tempo $t-1$.

A análise da correlação e dos efeitos entre variáveis macroeconômicas é o exemplo clássico de aplicação dos modelos de autorregressão vetorial, ou VAR. Na análise VAR, cada variável é relacionada, não só com seus valores passados defasados, mas com os valores passados de todas as variáveis do sistema. Nessa linha de raciocínio, os trabalhos de Melo et al. (2011) e Bertanha e Haddad (2008) convergem para os estudos que desenvolvemos com dados de pertinência relevantes ao trabalho. Um exemplo simples de um modelo de duas variáveis VAR(1), teremos duas equações, uma para cada variável, em função de um período anterior (Diebold, 2004):

$$\begin{aligned} y_t &= \phi_{11}y_{t-1} + \phi_{12}x_{t-1} + \varepsilon_{1,t} \\ x_t &= \phi_{21}y_{t-1} + \phi_{22}x_{t-1} + \varepsilon_{2,t} \end{aligned}$$

Onde y_t e x_t são as variáveis macroeconômicas no tempo t , y_{t-1} e x_{t-1} são as variáveis no tempo $t-1$, ϕ_{11} , ϕ_{12} , ϕ_{21} , ϕ_{22} são coeficientes, e $\varepsilon_{1,t}$, $\varepsilon_{2,t}$ são choques do tipo ruído branco, com média zero e variância σ_1^2 e σ_2^2 , respectivamente, que podem ser correlacionados. A covariância entre os choques pode ser representada por:

$$\text{cov}(\varepsilon_{1,t}, \varepsilon_{2,t}) = \sigma_{12}$$

Assim sendo, podemos representar a matriz variância/covariância dos choques da seguinte forma, uma vez que todos os elementos são atemporais (Enders, 2004):

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} \\ \sigma_{21} & \sigma_2^2 \end{bmatrix}$$

Onde $\sigma_{21} = \text{cov}(\varepsilon_{2,t}, \varepsilon_{1,t})$.

Neste capítulo, analisaremos o impacto da taxa de juros real em diversos setores da indústria no Brasil, bem como na indústria de transformação de diversos Estados da Federação. A forma de análise deste impacto sugerida amplamente pela literatura é a aplicação de um modelo VAR que relacione o hiato da taxa de juros com o hiato do Produto. O hiato do Produto no tempo t é definido como a diferença entre o Produto de uma economia neste tempo e o Produto potencial, ou natural, um conceito econômico largamente empregado. O hiato da taxa de juros, por sua vez, é a diferença entre a taxa real de juros e a taxa de juros natural. Ambos os conceitos serão definidos na próxima seção.

4.2 A Taxa de Juros Natural e o Produto Potencial da Economia

De acordo com Williams (2003), no longo prazo, os economistas consideram que a taxa de juros nominal tende a valor de equilíbrio ou “natural”, que é igual à taxa de juros real somada a um ajuste proveniente da inflação esperada de longo prazo. Ainda de acordo com a mesma fonte, a taxa de juros natural é definida como sendo a taxa de juros real compatível com o Produto potencial da economia, na ausência de choques de demanda. Por sua vez, o Produto potencial da economia é definido como sendo o Produto compatível com estabilidade de preços, na ausência de choques de oferta.

Blanchard (2013) define o Produto natural da economia como sendo o nível de Produto no qual o nível de emprego é igual ao nível natural de emprego, ou de forma equivalente, quando a taxa de desemprego é igual à taxa natural de desemprego, que é a taxa de equilíbrio do mercado de trabalho, onde os salários reais provenientes da curva de determinação de salários são iguais àqueles provenientes da curva de determinação de preços.

Assim, a taxa de juros natural pode ser definida como sendo a taxa real de juros compatível com estabilidade de preços, na ausência de choques de oferta e demanda (Williams, 2013).

Holanda et. al. (2016) definem a taxa de juros natural como a taxa de juros de equilíbrio entre a poupança e investimento no pleno emprego da economia. E há ainda o conceito de Wicksel de 1898: “Existe uma taxa de juros de empréstimos que é neutra no que tange a preços de commodities, que faz com que eles não tenham tendência nem de alta tampouco de queda”.

De acordo com Lubik e Matthes (2015), a taxa de juros natural é um conceito chave na economia monetária porque o seu nível em relação à taxa de juros real permite que se entenda o posicionamento da política monetária de um país.

Entretanto, ela não é uma variável observável, tendo, portanto, que ser estimada. Laubach e Williams (2003) utilizam um modelo macroeconômico simples para inferir a taxa natural através de oscilações no PIB. No seu modelo, se a taxa real de juros estiver acima da taxa natural, a política monetária será contracionista, puxando o PIB para baixo. Caso contrário, se a taxa de juros real estiver abaixo da natural, a política monetária será expansionista, impulsionando o PIB (Williams, 2003). O método utilizado por eles é a técnica do filtro Kalman, que trabalha com o princípio em que a estimativa da taxa de juros natural é ajustada com base em quanto e como o valor observado do PIB se afastou de sua projeção.

Lubik e Matthes (2015) propõem uma abordagem alternativa, o TVP-VAR (ou autorregressão vetorial com parâmetros que variam no tempo). É um modelo de séries temporais que explica a evolução de variáveis como uma função de seus valores defasados e de choques aleatórios. O que distingue o modelo TVP-VAR do VAR é que os parâmetros do modelo TVP-VAR não são constantes, mas variáveis em função do tempo. Em contraste com os coeficientes fixos do modelo VAR, os coeficientes do TVP-VAR são estocásticos e perfazem um passeio aleatório.

De acordo com Holanda et. al., em um dos primeiros trabalhos aplicados no Brasil, Muinhos e Nakane (2006) estimam diferentes taxas reais de equilíbrio utilizando a tendência estatística das taxas de juros reais a partir do uso do filtro Hodrick-Prescott. Esta metodologia apresenta a enorme vantagem de ser consideravelmente mais simples do que os métodos apresentados acima.

O filtro Hodrick-Prescott (ou simplesmente HP) divide uma variável em duas partes: a tendência e o ciclo.

$$x_t = T_t + C_t$$

No nosso caso, a variável é a taxa de juros real. A taxa de juros natural será fornecida pela tendência, como no trabalho de Muinhos e Nakane, e o ciclo fornecerá o hiato da taxa de juros, ou seja, a diferença entre a taxa de juros real e a taxa natural.

$$r_t = \bar{r}_t + (r_t - \bar{r}_t)$$

Onde r_t é a taxa de juros real, \bar{r}_t é a taxa de juros natural, e $(r_t - \bar{r}_t)$, o hiato da taxa de juros. O mesmo procedimento será feito com o Produto da economia, mais especificamente, com a produção industrial. Após aplicar o filtro HP, o ciclo representará o hiato do produto. Ao final, será empregado o modelo autorregressão vetorial, VAR, e a função impulso-resposta fornecerá o impacto do hiato da taxa de juros no hiato do Produto.

Na aplicação do VAR, é importante determinar o número de períodos de defasagem apropriado. De acordo com Enders (2004), um procedimento possível é permitir diferentes períodos de defasagem para cada variável em cada equação. Entretanto, a fim de preservar a simetria do sistema e também para ser capaz de utilizar de forma eficiente o método de Mínimos Quadrados Ordinários para a estimação dos parâmetros, é comum usar o mesmo número de períodos de defasagem para todas as equações.

No VAR, um número grande de períodos de defasagem consome rapidamente graus de liberdade. Se o número de períodos for p , um sistema de duas equações terá $2p$ coeficientes a serem estimados. A seleção apropriada deste número de períodos pode ser crítica. Se p for pequeno demais, o modelo estará subespecificado; se p for grande demais, graus de liberdade serão desperdiçados.

Diebold (2004) sugere utilizar os testes Akaike e Schwarz para determinar o número de períodos de defasagem ideal. Deve-se selecionar a ordem p que apresentar os menores valores dos testes Akaike (AIC) e Schwarz (SC). Enders (2004) faz a mesma recomendação. Os valores dos testes AIC e SC são obtidos através das seguintes equações:

$$AIC = T \log|\Sigma| + 2N$$

$$SC = T \log|\Sigma| + N \log(T)$$

Onde T é o número de observações, N é o número total de parâmetros estimados e $|\Sigma|$, o determinante da matriz de variância/covariância dos resíduos. No caso do VAR de n variáveis (e conseqüentemente, n equações) e p períodos de defasagem, o número total de parâmetros a serem estimados será $N = n^2 p$. No caso particular de duas variáveis, teremos $4p$ parâmetros.

4.3 O Impacto dos Juros nos diversos Setores da Indústria no Brasil

Foram analisados os dados da produção da Indústria de transformação no Brasil, produção de bens de capital, bens de consumo, bens duráveis, bens semiduráveis e não duráveis, bens intermediários, indústria de não metálicos, indústria metalúrgica, de celulose, papel e produtos de papel, indústria farmacêutica, de perfumes e sabões, de materiais plásticos e borracha, têxtil, de vestuário e acessórios, de calçados e artigos de couro, de alimentos, de bebidas e indústria de fumo. Os dados são mensais, de janeiro de 2002 a dezembro de 2015. Em cada um destes setores, foi aplicado o filtro HP a fim de obter o hiato do produto de cada setor. Em seguida, foi aplicado o modelo VAR no software EViews utilizando as variáveis hiato da taxa de juros e hiato de produto de cada setor. O EViews fornece diretamente os valores dos testes de AIC e SC, Akaike e Schwarz, respectivamente. Portanto, a investigação do número ótimo de períodos de defasagem não é complexa. Abaixo, são apresentados os resultados obtidos na função impulso-resposta de todos os setores. Os gráficos nas figuras 4.1 a 4.18 representam a resposta do hiato da produção de cada setor a choques no hiato da taxa de juros.

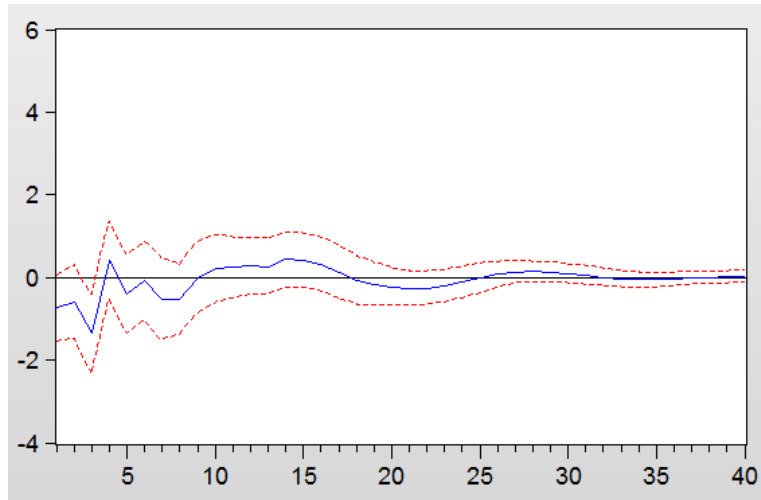


Figura 4.1: Indústria de Transformação no Brasil

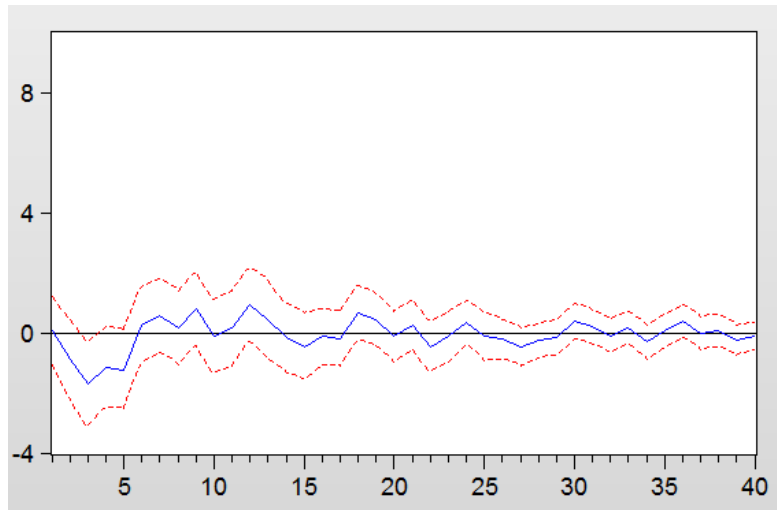


Figura 4.2: Bens Duráveis

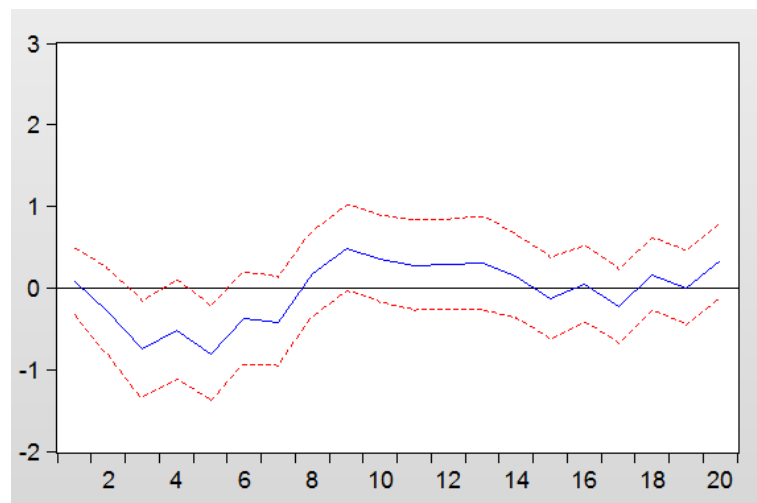


Figura 4.3: Bens Intermediários

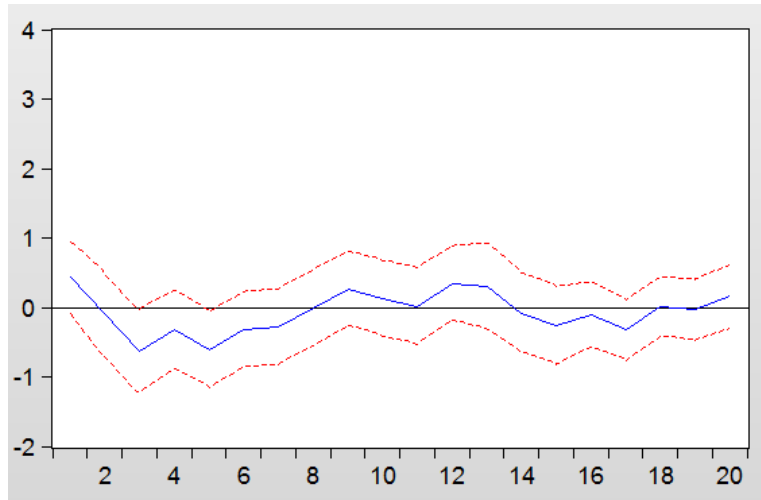


Figura 4.4: Bens Semiduráveis e Não Duráveis

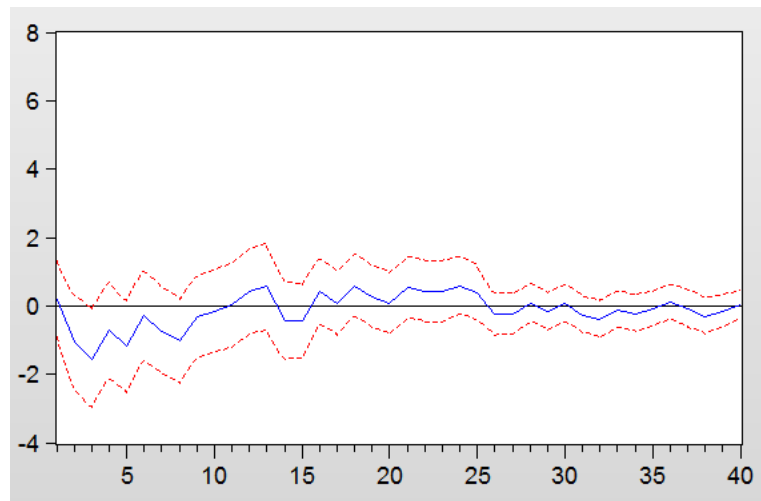


Figura 4.5: Bens de Capital

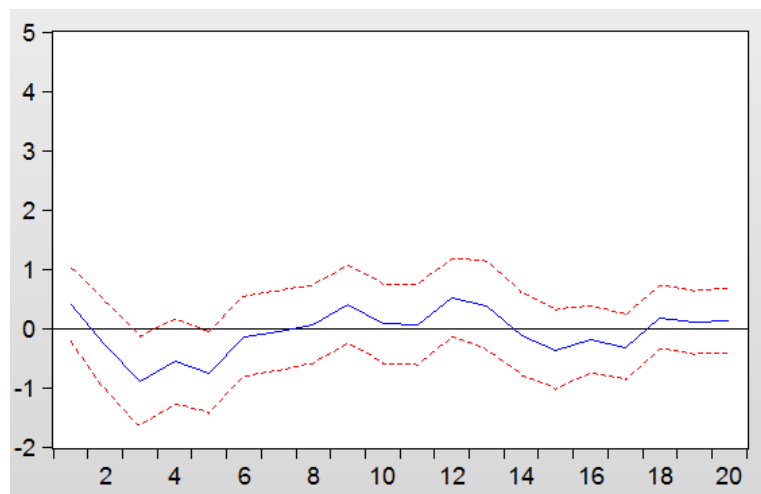


Figura 4.6: Bens de Consumo

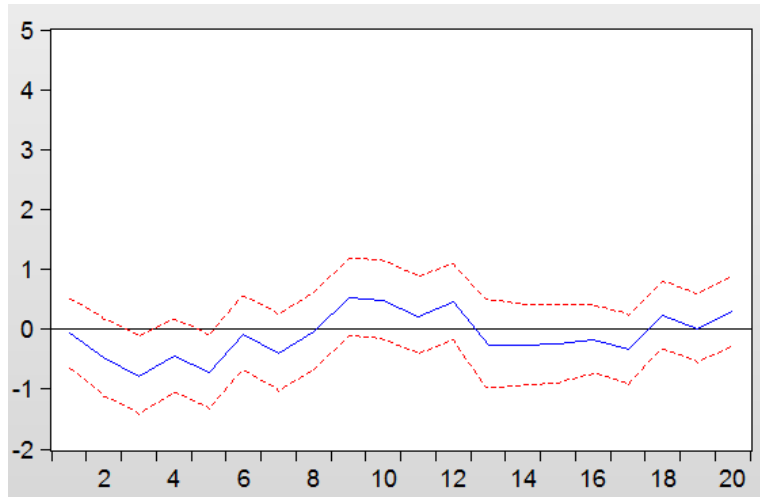


Figura 4.7: Indústria de Alimentos

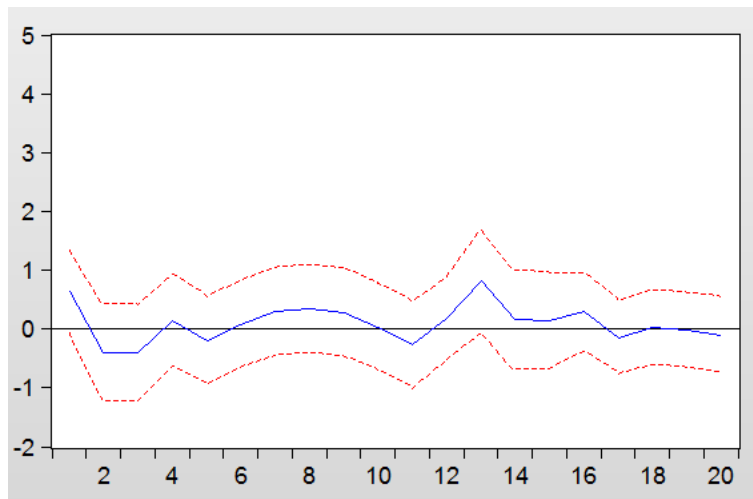


Figura 4.8: Indústria de Bebidas

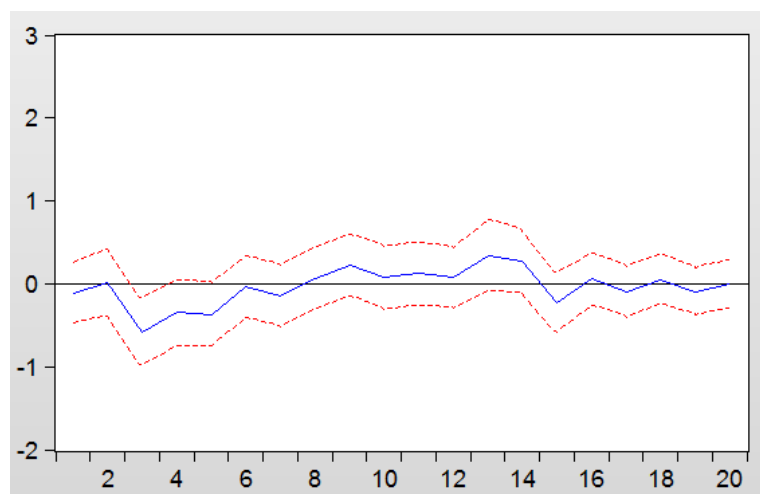


Figura 4.9: Indústria de Celulose, Papel e Produtos de Papel

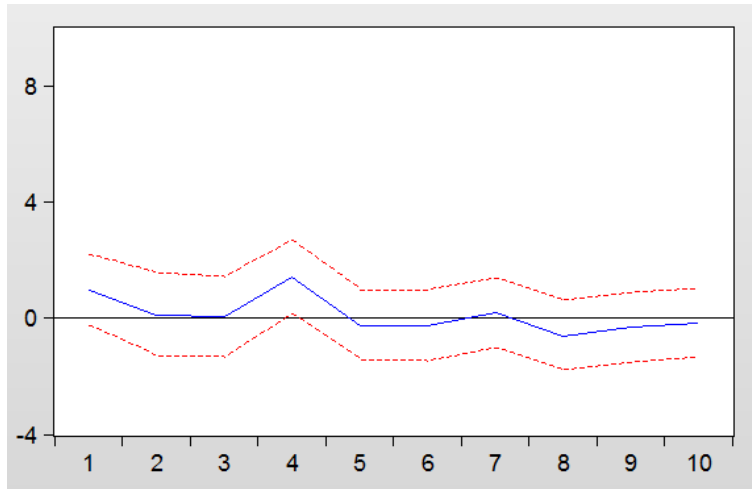


Figura 4.10: Indústria Farmacêutica

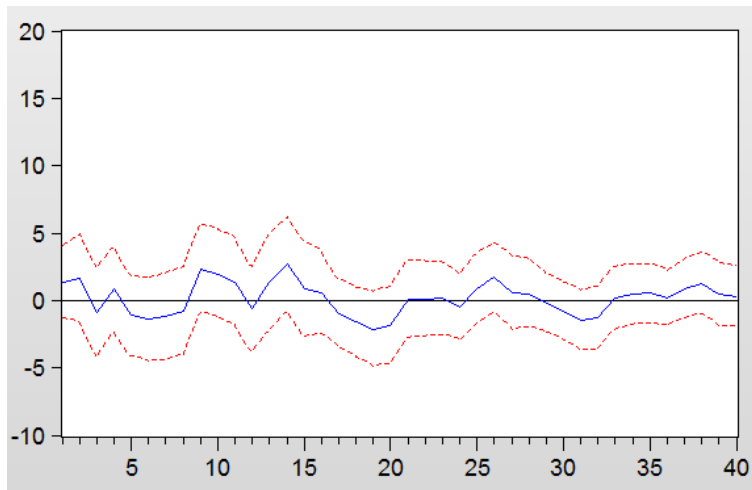


Figura 4.11: Indústria de Fumo

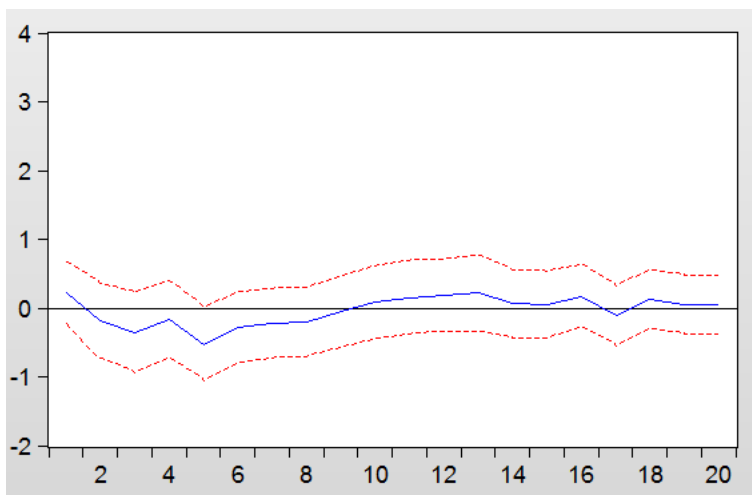


Figura 4.12: Indústria de Não Metais

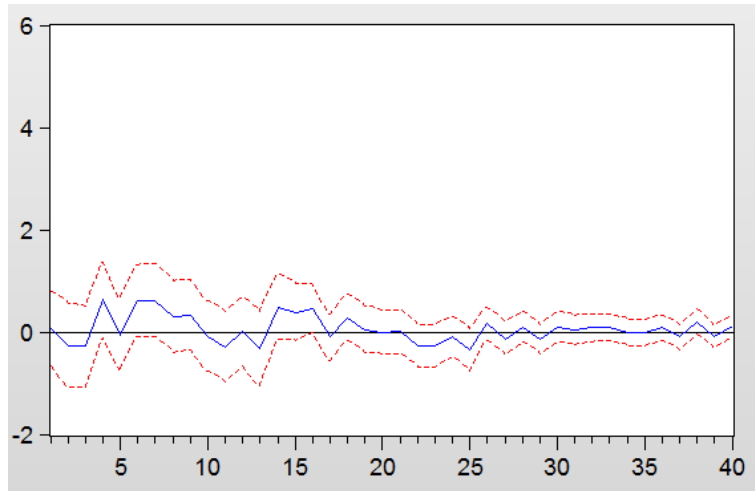


Figura 4.13: Indústria de Perfumes e Sabões

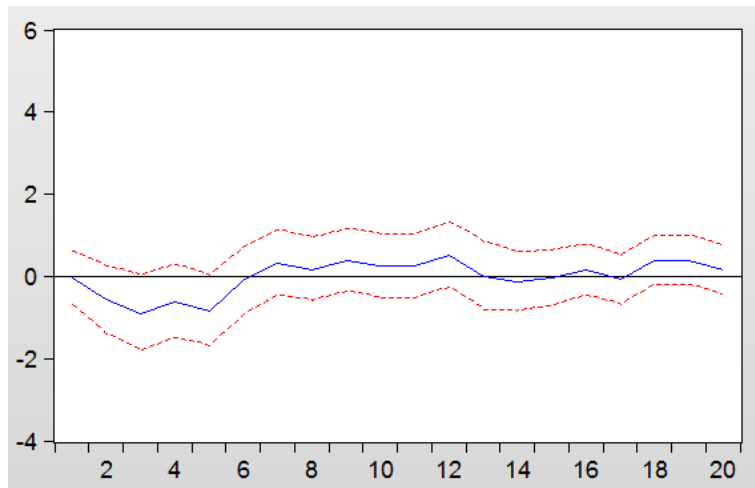


Figura 4.14: Indústria de Materiais Plásticos e Borracha

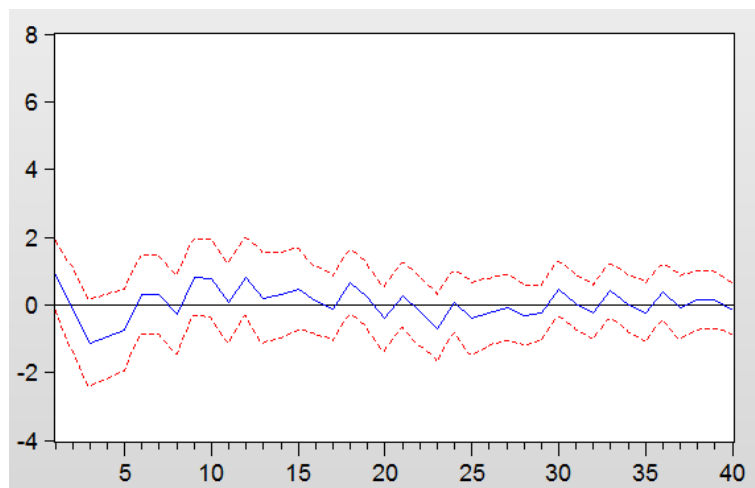


Figura 4.15: Indústria de Calçados e Artigos de Couro

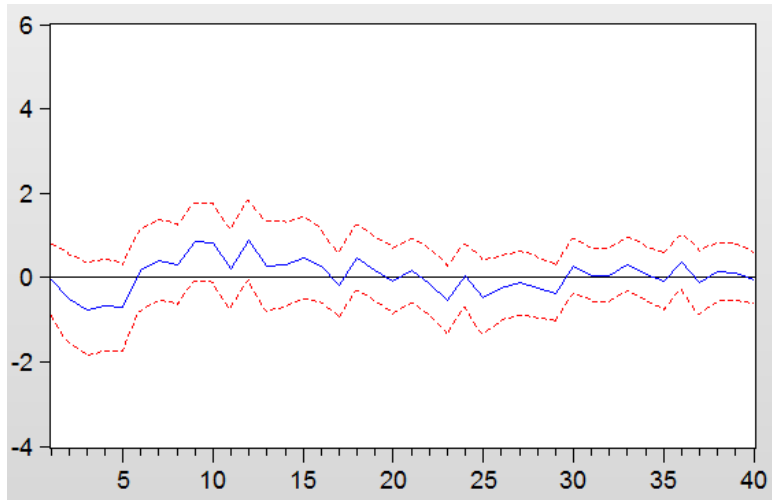


Figura 4.16: Indústria Têxtil

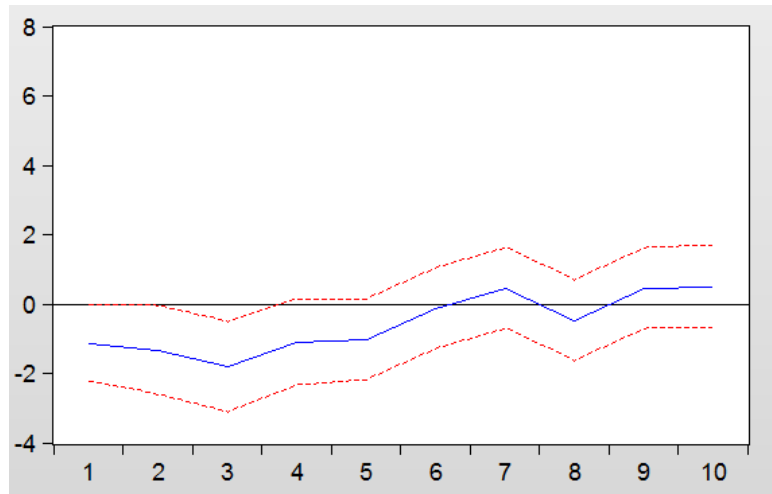


Figura 4.17: Indústria de Vestuário e Acessórios

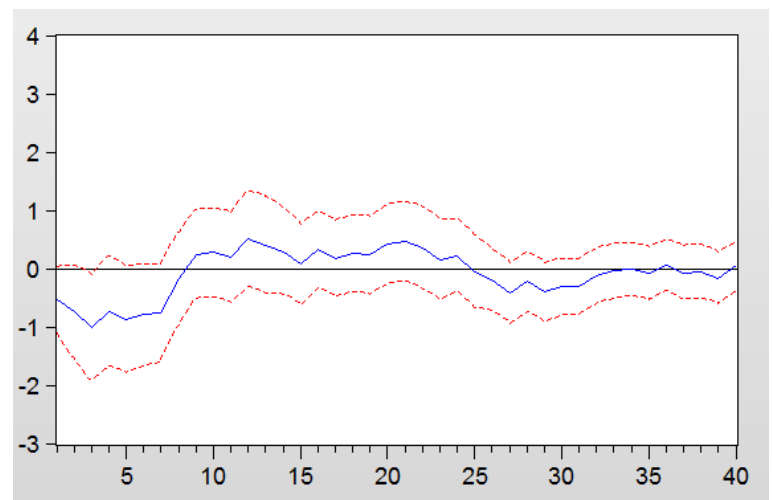


Figura 4.18: Indústria Metalúrgica

4.4 O Impacto dos Juros na Economia dos Principais Estados da Federação

Os gráficos das figuras 4.19 a 4.31 representam a resposta do hiato da produção da Indústria de transformação de cada Estado a choques no hiato da taxa de juros.

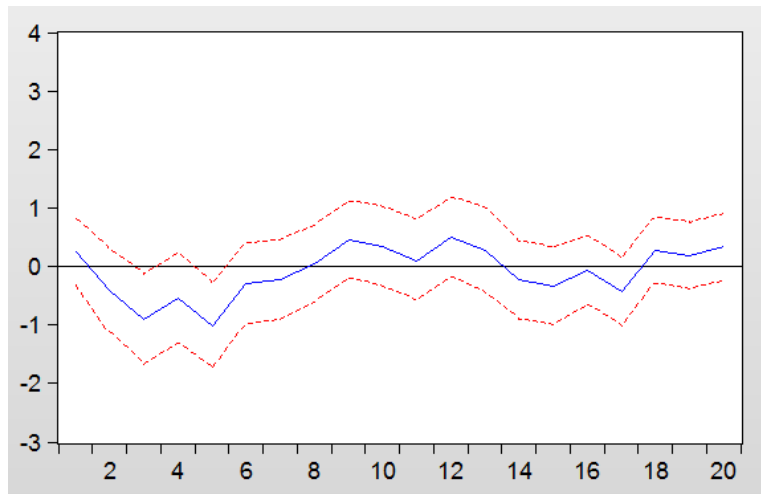


Figura 4.19: São Paulo

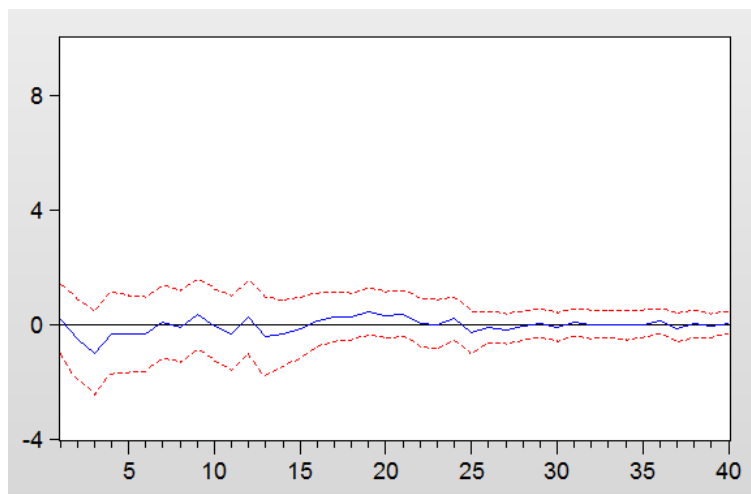


Figura 4.20: Amazonas

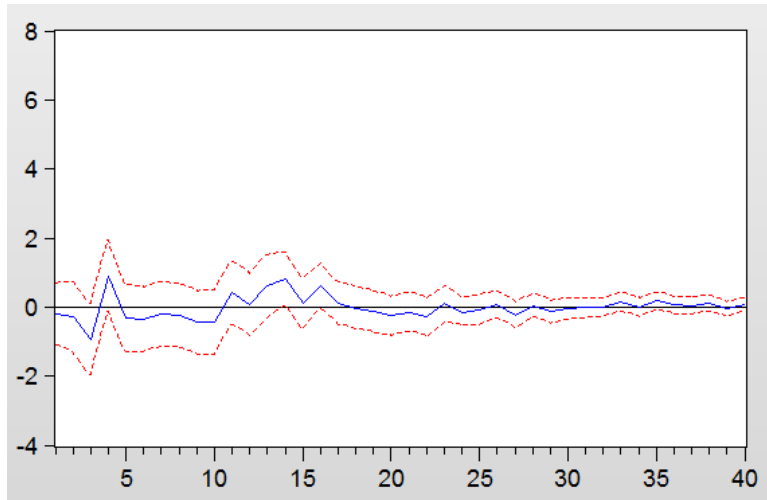


Figura 4.21: Bahia

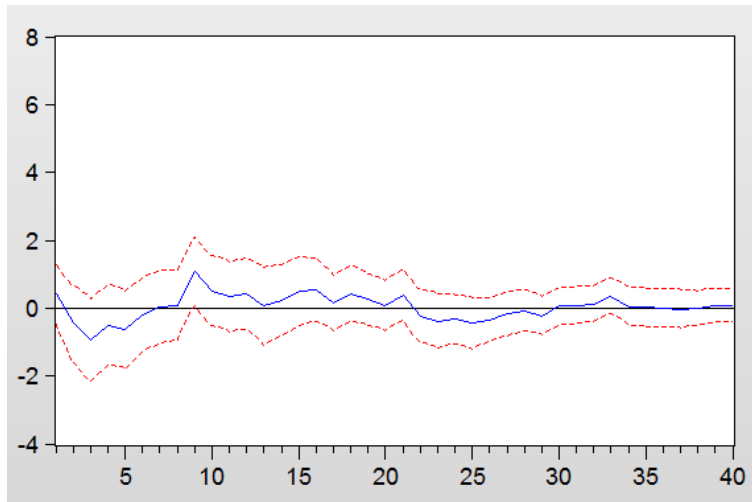


Figura 4.22: Ceará

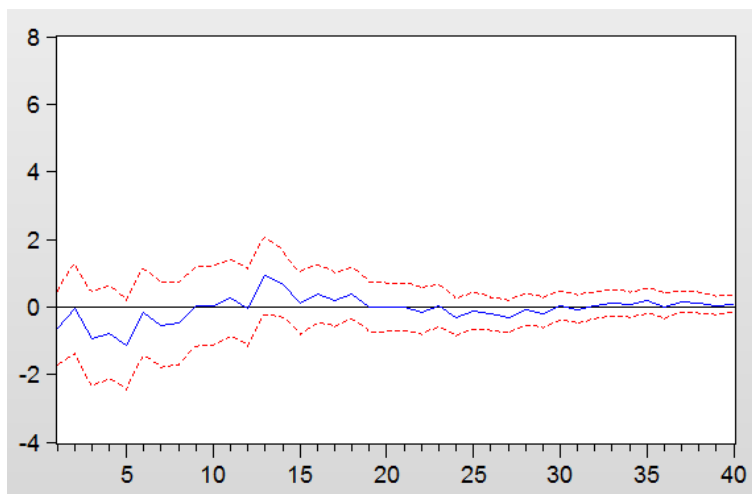


Figura 4.23: Espírito Santo

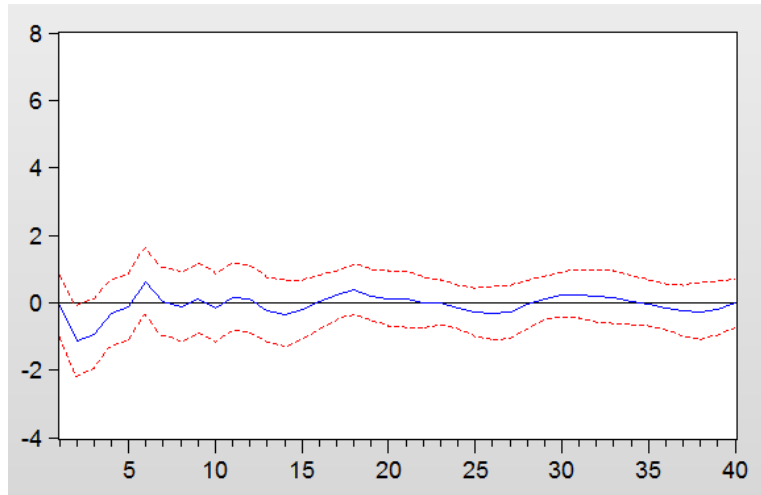


Figura 4.24: Goiás

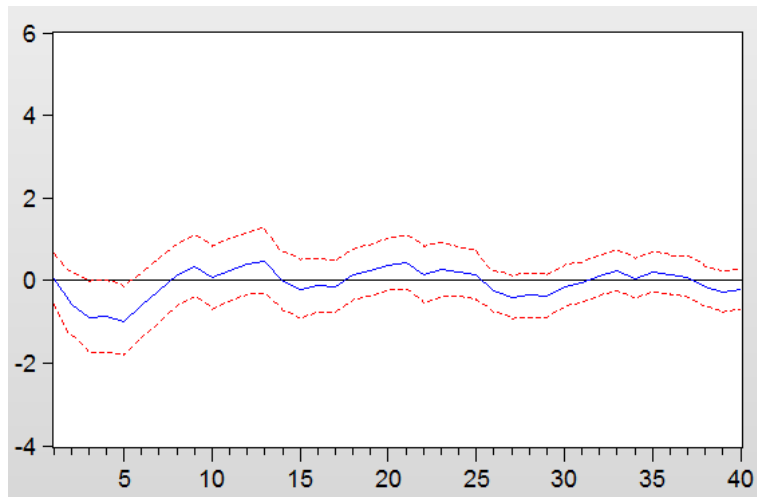


Figura 4.25: Minas Gerais

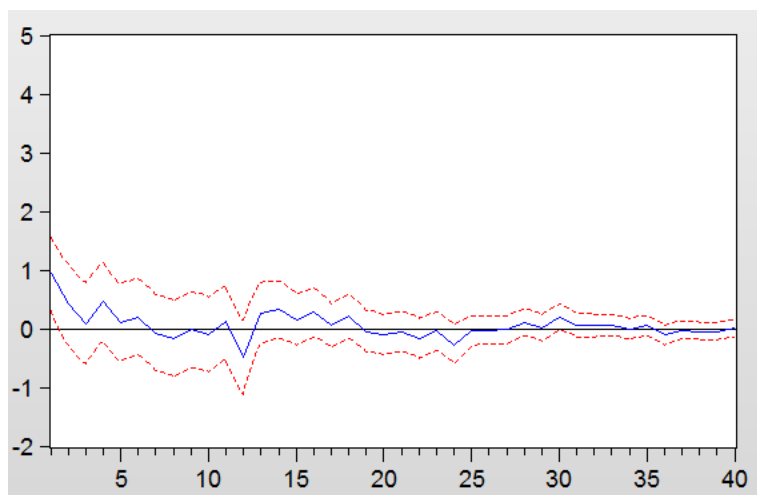


Figura 4.26: Pará

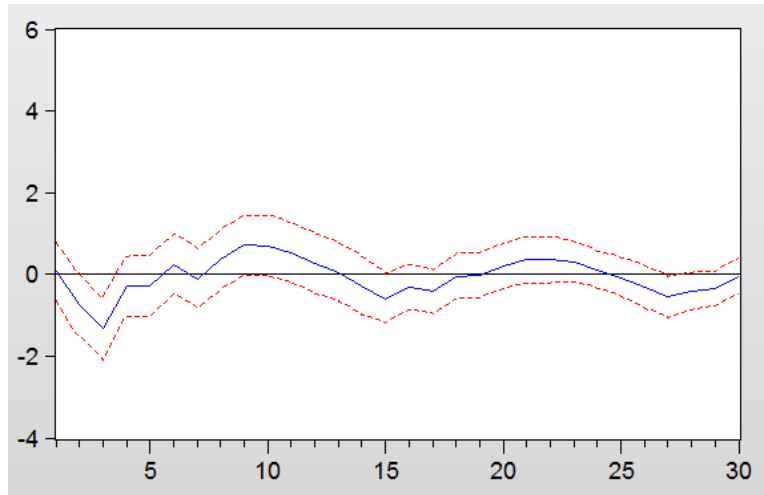


Figura 4.27: Pernambuco

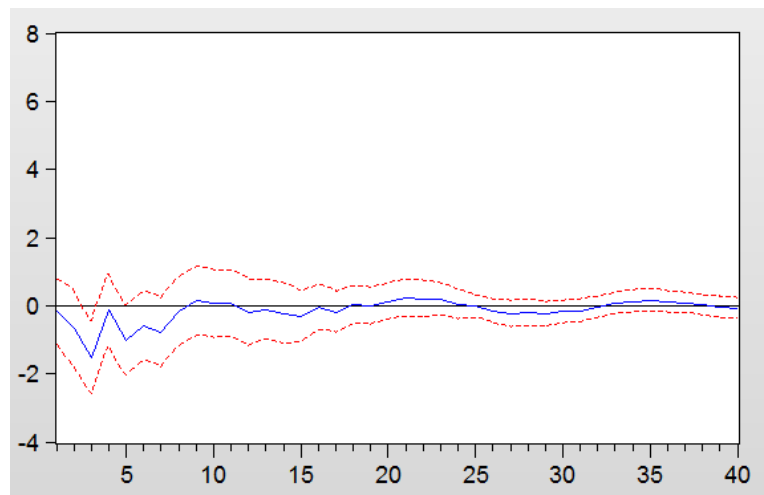


Figura 4.28: Paraná

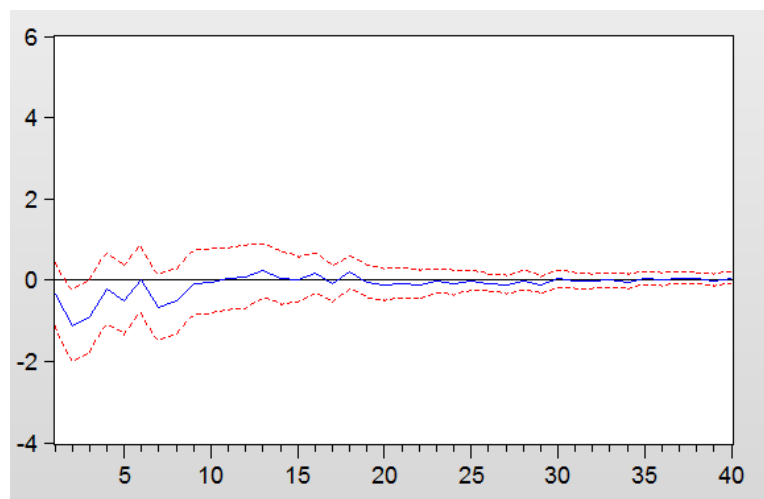


Figura 4.29: Rio de Janeiro

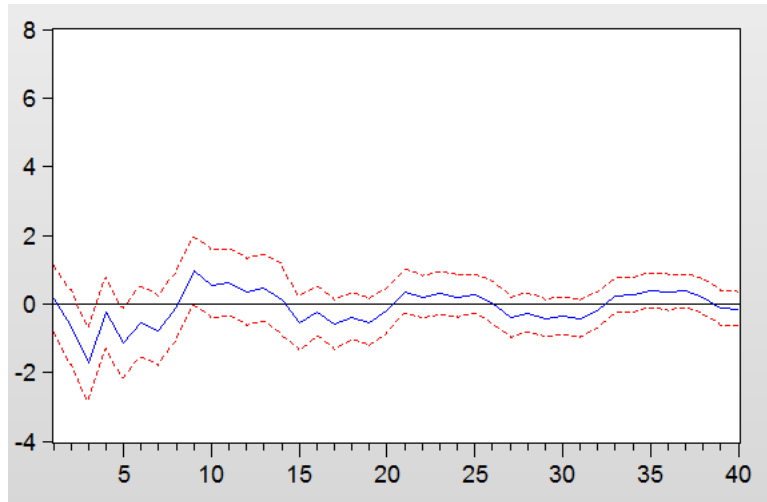


Figura 4.30: Rio Grande do Sul

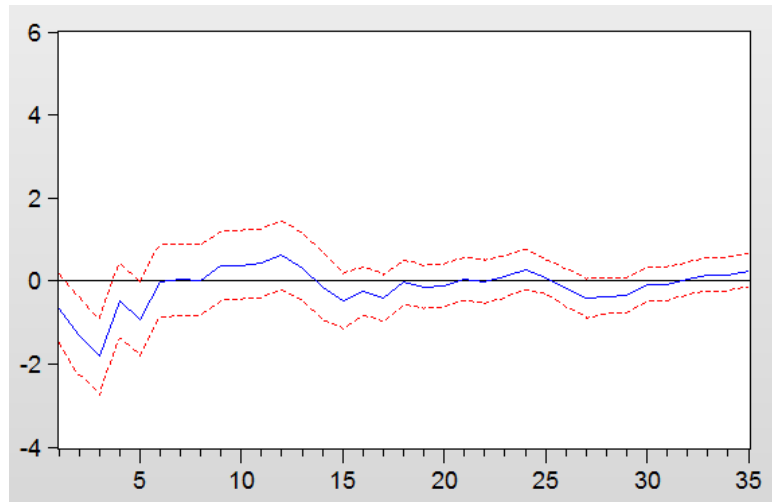


Figura 4.31: Santa Catarina

5 Resultados e Conclusões

Através da análise das figuras 4.1 a 4.18, concluímos que, ao contrário da hipótese inicial da tese, o impacto da política monetária nos diversos setores da Indústria nacional se dá de forma significativamente homogênea. Observamos que a produção dos diversos setores sofre um impacto inicial negativo com um aumento da taxa de juros, identificado pelo caráter descendente inicial das curvas. Entretanto, este efeito é dissipado rapidamente, em média de 6 a 7 meses, como no caso da Indústria de transformação total no Brasil. O setor que necessita o maior intervalo de tempo para normalização é o da produção de bens de capital, que demora 9 meses, aproximadamente, para dissipar o efeito negativo do impacto dos juros. Mesmo assim, ainda é um valor consideravelmente baixo, caracterizando um curto prazo. Os setores de produção de bebidas e da Indústria farmacêutica são os que apresentam menor tempo de dissipação dos efeitos de uma política monetária contracionista, com 4 e 2 meses, respectivamente. Foram analisados, ao todo, 17 setores da Indústria (produção), além da Indústria de transformação total do país.

Ao estudar o impacto dos juros na economia dos estados, nas figuras 4.19 a 4.31, chegamos a uma conclusão ainda mais forte. As economias dos estados reagem de forma ainda mais homogênea a alterações da taxa de juros do que a produção industrial. O impacto inicial de um aumento da taxa de juros é (naturalmente) idêntico ao dos setores da Indústria, ou seja, negativo. Porém, este efeito é dissipado muito rapidamente, e a produção da Indústria de transformação dos estados demora apenas, menos de 6 meses, em média, para retornar ao comportamento inicial. A convergência à estabilização é clara nos gráficos das figuras. Foram analisadas as economias dos 13 estados mais importantes da federação.

Sendo assim, com base nestes resultados, concluímos que podemos rejeitar a hipótese inicial da tese, que era de que o impacto de uma política monetária contracionista na economia dos principais estados e nos setores diversos da produção industrial se dá de forma não homogênea, uma vez que se observou que a reação foi nitidamente homogênea.

Os resultados obtidos neste trabalho, todavia, estão de acordo com a teoria econômica clássica. A essência deste pensamento é a incapacidade da política monetária de produzir efeitos no médio e no longo prazos. Assim como não é possível aumentar o Produto da economia continuamente, de forma sustentável, através de expansões monetárias, o aumento da taxa de juros provocado por políticas monetárias

contracionistas produz impactos negativos no PIB somente no curto prazo. Estes efeitos são completamente dissipados no médio e longo prazos.

São várias as sugestões para trabalhos futuros. A primeira, ainda no campo da política monetária, pode-se investigar o “quanto” de contração monetária o BC deixou de fazer na última década (por exemplo), ou seja, o quanto a taxa de juros ficou abaixo da taxa de juros natural, especialmente no período em que houve nítida substituição de metas de inflação para metas de crescimento. Uma segunda sugestão é na área fiscal, onde houve um enorme desequilíbrio, acentuando-se especialmente nos últimos 10 anos. A alegação do governo foi de natureza heterodoxa, buscando um crescimento da economia via expansão de gastos públicos, privilegiando despesas em detrimento dos investimentos, além de fortes incentivos ao consumo da sociedade. Seria interessante estudar os efeitos positivos de uma hipotética política fiscal contracionista no médio e longo prazos, não só para a redução da dívida pública, mas para o crescimento do PIB de forma equilibrada.

Uma terceira sugestão seria a utilização da lógica Fuzzy para uma análise da relação entre juros, investimento e trabalho. Um exemplo simplificado é desenvolvido abaixo para destacar a importância do método.

Sejam J , I e M três estados. Então o estado $J \Rightarrow I \Rightarrow M$ é chamado de estado condicional. Isso pode ser representado por uma relação ou coleção de regras Fuzzy “IF and THEN”. Se J é A_i e I é B_i , então M é C_i , onde $i = 1, 2, 3, \dots, n_R$. Cada regra Fuzzy IF and THEN é interpretada como restrição relacionada em J , I e M definida para $(J, I, M) = A_i \times B_i \times C_i$.

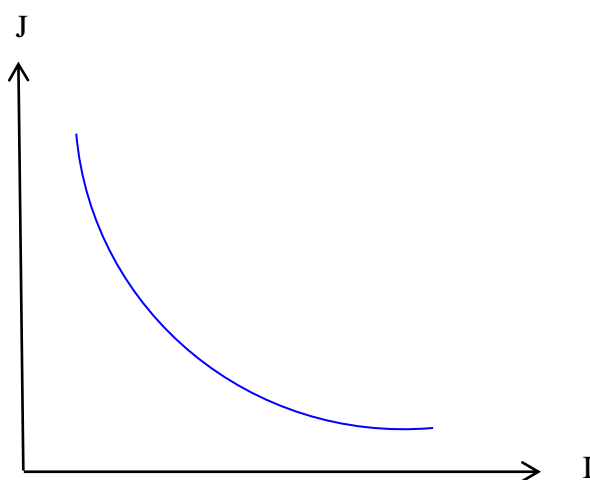


Figura 5.1: Relação Juros x Investimento

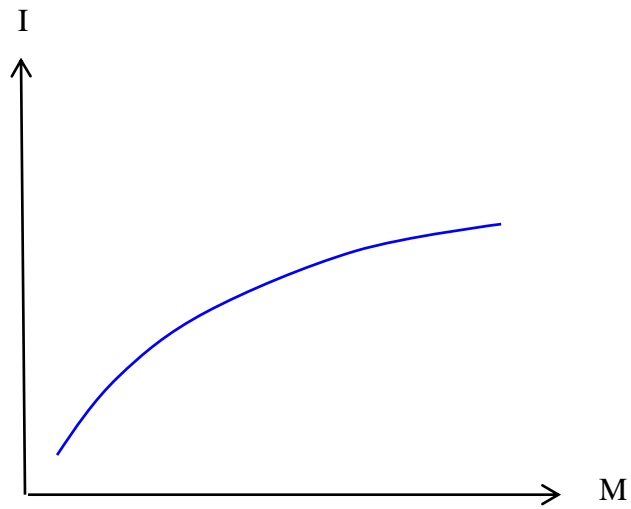


Figura 5.2: Relação Investimento x Trabalho

Regras Fuzzy IF and THEN:

- Se juros altíssimos e investimento baixíssimo, então desemprego altíssimo;
- Se juros altos e investimento baixo, então desemprego baixo;
- Se juros normais e investimento adequado, então emprego adequado à conjuntura;
- Se juros baixos e investimento alto, então desemprego baixíssimo;
- Se juros muito baixos e investimento muito alto, então pleno emprego.

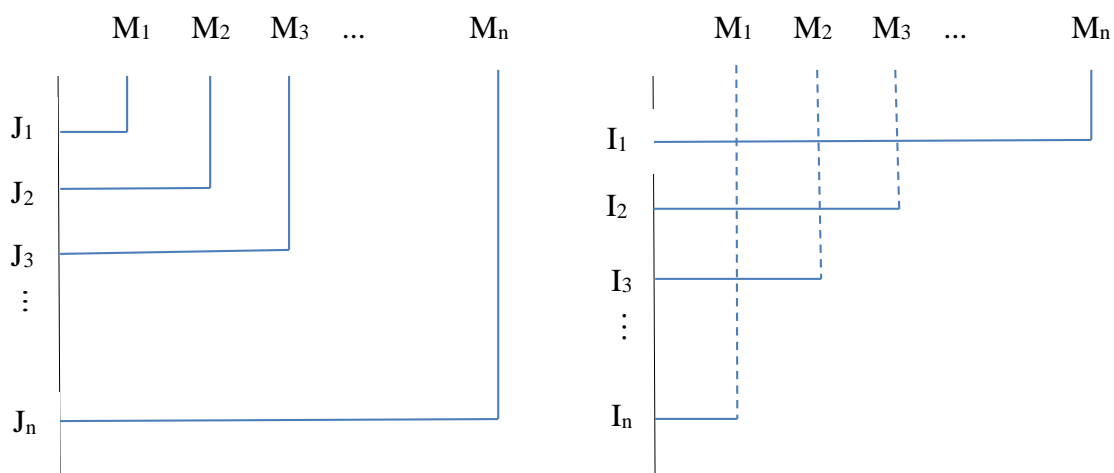


Figura 5.3: Relações Diretas

Acrescenta-se que outra e não menos importante sugestão é análise da qualidade dos gastos públicos através da Lógica Fuzzy. O tratamento dessa questão através deste instrumento é extremamente recomendado, pelas mais diversas razões.

A lógica fuzzy é aplicada com muito sucesso em dois tipos de situações: a primeira é em modelos muito complexos onde a compreensão é limitada ou de fato, obtida por inferência; ou em processos onde o bom senso, percepção ou tomadas de decisão por seres humanos estão envolvidas.

É evidente que a decisão de alocação de recursos públicos por parte dos responsáveis pela política fiscal se encaixa perfeitamente em, pelo menos, uma das situações acima descritas.

O trabalho consistiria em, primeiramente, listar as formas possíveis de gastos públicos, como por exemplo: gastos com infraestrutura (construção e melhoria de estradas, ferrovias, logística), investimentos (melhoria da oferta de bens públicos, como educação e saúde), programas sociais (bolsa família entre outros) e custeio da máquina administrativa (pagamento de funcionários públicos, ministérios, secretarias etc.).

Posteriormente, atribuiremos um grau de pertinência a cada um dos tipos de gastos, classificando-os como muito bons, bons, satisfatórios, ou irrelevantes. Um valor de $\mu_G(x)$ será atribuído para x_i , onde $x_1 =$ muito bom, $x_2 =$ bom e assim sucessivamente.

Finda esta etapa, será possível a elaboração de uma matriz que combine a disponibilidade de oferta de cada tipo de gasto por parte do governo com seu respectivo grau de pertinência no conjunto Fuzzy.

A análise desta matriz nos forneceria os instrumentos necessários para avaliar a eficácia dos gastos públicos no Brasil, e também nos permitiria identificar eventuais mudanças de foco na política fiscal de forma a adequá-la à realidade brasileira.

Sem adequadas informações estatísticas não foi possível medir a magnitude dos desvios dos investimentos, provocados pela alta taxa de juros, através do modelo IS-LM. Colocar incentivos para o investimento no imposto de renda, como já dito, evita o desvio de recursos para o “sistema de liquidez e moeda”. Talvez seja a única política de desenvolvimento das regiões deprimidas do país.

Referências Bibliográficas

- ABREU, Marcelo de Paiva, “A Missão Niemeyer”, **Revista de Administração de Empresas** 14, 4, p.7-28, jul./ago., 1974.
- ACERTO Indispensável. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 10 nov. 1978.
- AGLIETTA, Michel, “Genèses des Banques Centrales et Legitimité de la Monnaie”. **Annales: Économies, Sociétés, Civilisations**, Paris, 47, 3, mai./jui. 1992, p.675-98.
- ALMEIDA, José Roberto Novaes de, **Essays on Brazilian Monetary Policy and History, 1945-88**. Washington, 1992. Tese de Doutorado apresentada em George Washington University.
- ANDRADE, Rogério Pereira de, **A Performance do Setor Externo em 1991**. In: OLIVEIRA, Fabrício Augusto de, BIASOTO JÚNIOR (orgs.): **Recessão e Inflação: o (des)Ajuste Neoliberal**. São Paulo: Hucitec; Campinas, FECAMP, 1992.
- ASSIS, José Carlos, **Análise da Crise Brasileira: da Internacionalização Bancária com Castello à Capitulação Externa com Sarney**. Rio de Janeiro, Forense, 1998.
- BALL, Laurence and SHERIDAN, Niamh, “Does Inflation Targeting Matter?” **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 9577, 2003.
- BAER, Monica, **O Rumo Perdido: A Crise Fiscal e Brasileira do Estado Brasileiro**. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1993.
- BARBOSA, Fernando de Holanda, **Macroeconomia**, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas – EPGE, 2003.
- _____. **A Paridade do Poder de Compra: Existe um Quebra-Cabeça?** Rio de Janeiro, Ensaio Econômico EPGE no. 582, Fundação Getúlio Vargas, 2005.
- BARBOSA, Fernando de Holanda, CAMÊLO, Felipe Diogo, JOÃO, Igor Custodio, **A Taxa de Juros Natural e a Regra de Taylor**, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas – EPGE, 2016.

- BERNANKE, Ben S, LAUBACH, Thomas, MISHKIN, F.S., POSEN, A., **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**. Princeton, Princeton University Press, 1999.
- BERTANHA, M., HADDAD, E. A., **Efeitos Regionais da Política Monetária no Brasil: Impactos e Transbordamentos Espaciais**. Rio de Janeiro, Revista Brasileira de Economia – FGV, vol. 62, n.1, Jan/Mar 2008
- BLANCHARD, Olivier, JOHNSON, David R., **Macroeconomics**. 6th. Ed., Upper Saddle River, New Jersey, Pearson/Prentice Hall, 2013.
- BLINDER, Alan S., **Central Banking in Theory and Practice**. Cambridge, MA, MIT Press, 1998.
- BOGDANSKY, J., TOMBINI, A., WERLANG, S. R. C., **Implementing Inflation Targeting in Brazil**. Brasília, Banco Central do Brasil, Working Paper Series, 2000.
- BRANDÃO, Carlos, **Pronunciamento do Dr. Carlos Brandão, por Ocasão de sua Posse na Presidência do Banco Central do Brasil em 16 de março de 1979**. Brasília, Banco Central do Brasil, 1979.
- BRANDÃO, Carlos, “Incômodo Servir a Dois Senhores”. **Correio Braziliense**, Brasília, 15 ago. 1979.
- BRANDÃO Será Substituído Amanhã Por Galvêas no BC. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 15 ago. 1979.
- BRASIL Fecha Acordo da Dívida. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 16 abr. 1994.
- BULHÕES, Octavio Gouvêa de: Octavio Gouvêa de Bulhões, **Depoimento**. Brasília, Banco Central do Brasil, 1990.
- BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, **Depoimento**. Brasília, Diário do Congresso Nacional, Seção II, nº111, setembro de 1983.
- CAMPOS, Roberto, **A Lanterna na Popa: Memórias**. 2^a Ed., Rio de Janeiro, Topbooks, 1994.
- _____ : **Reflections on Latin American Development**. Austin, University of Texas Press, 1967.
- CARDOSO DE MELLO, João Manuel, BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, “**Reflexões**

- sobre a Crise Atual**". In: BELUZZO, Luiz Gonzaga, COUTINHO, Renata (orgs.), **Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise**. São Paulo, Brasiliense, 1982.
- CARNEIRO, Dionísio Dias, "**Crise e Esperança: 1974-1980**". In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- CARNEIRO, Dionísio Dias, WU, Thomas, **Política Macroeconômica: A Experiência Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro, GEN: Grupo Editorial Nacional, 2011.
- CAPIE, Forrest, **The Bank of England**. New York, Cambridge University Press, 2010.
- CLARIDA, Richard; JORDY, Gali; GERTLER, Mark, "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective". **Journal of Economic Literature**, 1999.
- CODATO, Adriano N., **Sistema Estatal e Política Econômica no Brasil Pós-64**. Curitiba, Editora da UFPR, 1997.
- COIMBRA, João Jaime, **Banco Central do Brasil: Uma discussão sobre sua Autonomia**. Rio de Janeiro, 1993, Monografia – EBAP/FGV.
- DIEBOLD, Francis X., **Elements of Forecasting**. Third Edition, Mason, Thomson-South Western, 2004.
- DIRETOR do BC Rejeita Proposta dos Bancos e Condena os Lucros. **Correio Braziliense**, Brasília, 25 out. 1978.
- ENDERS, Walter, **Applied Econometric Time Series**. 2nd ed., Danvers, John Wiley & Sons, 2004
- ERNANE GALVÊAS Quer o Crescimento com Estabilidade e Justiça Social. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 18 ago. 1979.
- EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS do Projeto de Lei que altera a disciplina do Sistema Financeiro Nacional, cria a Superintendência das Instituições Financeiras e dá outras providências. Brasília, 1979.
- FAUST, J., HENDERSON, D.W., **Is Inflation Targeting Best-Practice Policy?** Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2004.
- FIORI, José Luiz, **O Voo da Coruja: Uma Leitura Não Liberal da Crise do Estado**

- Desenvolvimentista**. Rio de Janeiro, EdUERJ, 1995.
- FISHLOW, Albert, “**Trinta Anos Combatendo a Inflação no Brasil: do PAEG ao Plano Real**”. In: MOURA, A. R., (org.), **PAEG e REAL: Dois Planos que Mudaram a Economia Brasileira**. Rio de Janeiro, FGV Editora, 2007.
- FISHLOW, Albert, “A Economia Política do Ajustamento Brasileiro aos Choques do Petróleo: Uma Nota sobre o Período 1974/84”. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, 16, 3, dez. 1986, p.507-50.
- FRANÇA, Paulo, “A Conta de Movimento entre o Banco do Brasil e o Banco Central”. **Conjuntura Econômica**, 40, 3:48, mar. 1986.
- FRIEDMAN, Milton, SCHWARTZ, Anna Jacobson, **A Monetary History of the United States, 1857-1960**. Princeton, Princeton University Press, 1993.
- FRIEDMAN, Milton, “The Role of Monetary Policy”, **American Economic Review**, 58(1) p. 1-17, 1968.
- FRITSCH, Winston, “**Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930**”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- FURTADO, R. P., **Banco Central do Brasil: Até que Ponto Cumpre a Sua Missão Institucional**. Brasília, 1993, Monografia – FESA/UnB
- GALVÊAS Assume Dizendo que o BC não é ‘Torre de Marfim’. **O Globo**, Rio de Janeiro, 18 ago. 1979.
- GALVÊAS, A Visão Toda Diferente. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 16 ago. 1979.
- GALVÊAS, Ernane, **Evolução do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais**. R. Econ. Nord., Fortaleza, v. 13, nº 1, jan./mar., 1982, p. 9-184.
- GIAMBIAGI, Fábio et al., **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro, Ed. Elsevier, 2005.
- GOLDMAN, Raymond W., **Brasil: 1850-1984 – Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação**. São Paulo, Editora Harper & Row do Brasil, 1986.
- GOUVÊA, Gilda Portugal, **Burocracia e Elites Burocráticas no Brasil**. São Paulo: Pauliceia, 1994.

- GREENSPAN, Alan, "Chairman's Remarks". **Federal Reserve of St. Louis Review**, 84(4) p. 5-6, 2002.
- HALDANE, Andrew G., **Some Issues in Inflation Targeting**. Bank of England, ISSN 1368-5562, 1997.
- HAMILTON, James D., **Time Series Analysis**, Princeton, Princeton University Press, 1994.
- INDEPENDÊNCIA do BC, A. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 20 out. 1978.
- KREBS, Marco L. P., **A Inércia da Inflação no Regime de Metas: Os Casos da Nova Zelândia, Reino Unido e Brasil**. Dissertação de Mestrado, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas – Escola de Pós-Graduação em Economia - FGV/EPGE, 2006.
- LAGO, Pedro Aranha Correia do, "A Retomada do Crescimento e as Distorções do 'Milagre':1967-1973". In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- LANGONI, Carlos Geraldo, **Depoimento**. Brasília, Diário do Congresso Nacional, Seção II, n. 113, set. 1983.
- LEIDERMAN, Leonardo, SVENSON, Lars E.O.: **Inflation Targets**. Centre for Economic Research, 1995.
- LEVIN, A.T., PIGER, J. M., "Is Inflation Persistence Intrinsic in Industrial Economies?" **European Central Bank**, Working Paper #334, 2004.
- LUBIK, Thomas A., MATTHES, Christian, **Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches**. Richmond, Economic Brief, EB15-10 – Federal Reserve Bank of Richmond, 2015.
- MALAN, Pedro, "Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc)" [1984]. In: ABREU, Alzira Alves de et al. (Coords.), **Dicionário Histórico-Biográfico Pós-1930**. 2ª ed., Rio de Janeiro, FGV, 2001. p. 5612-5616.
- MELO, André de Souza et al., **Impactos da Política Monetária sobre as Diferentes Indústrias Brasileiras**. ANPEC – 39º Encontro Nacional de Economia, Foz do Iguaçu, Dez. 2011.

- MELTZER, Allan H., **A History of the Federal Reserve**. Chicago, University of Chicago Press, 2009.
- MINELLA, Ary César, **Banqueiros: Organização e Poder Político no Brasil**. São Paulo, ANPOCS, 1988.
- MODIANO, Eduardo, “**A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989**”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- NIEMEYER, Otto E., **Relatório Otto Niemeyer**. In: CARONE, Edgard: **A Segunda República (1930-1937)**. São Paulo, Difel, 1974.
- NOGUEIRA, Denio, **Raízes de uma Nação**. Rio de Janeiro, Editora Universitária Santa Úrsula, 1988.
- NOGUEIRA, Denio, **Denio Nogueira: Depoimento**. Brasília, Banco Central do Brasil, 1993.
- NÓBREGA, Maílson, **O Futuro Chegou**. São Paulo, Editora Globo, 2005.
- NOVELLI, José Marcos N., **Instituições, Política e Ideias Econômicas**. São Paulo, Annablume Ed., 2002.
- O QUE O BC Vai Deixar de Fazer. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 21 nov. 1984.
- ORENSTEIN, Luiz, SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio, “**Democracia com Desenvolvimento**”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- PAIVA, Paulo, “**Colloreconomics**”. In: FARO, Clóvis de (org.), **Plano Collor: Avaliações e Perspectivas**. Rio de Janeiro, LTC, 1990.
- PASTORE, A. C., **A Oferta de Moeda no Brasil: 1961/72**. Pesquisa e Planejamento Econômico, v.3, nº4, dez. 1973.
- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C., “**O PAEG e as Políticas Econômicas dos Anos 1960 e 1970**”. In: MOURA, A. R., (org.), **PAEG e REAL: Dois Planos que Mudaram a Economia Brasileira**. Rio de Janeiro, FGV Editora, 2007.
- PELÁEZ, Carlos Manuel, SUZIGAN, Wilson, **História Monetária do Brasil: Análise da Política, Comportamento e Instituições Monetárias**. Rio de Janeiro,

- Instituto de Planejamento Econômico e Social - IPEA, 1976.
- PEREIRA, José Eduardo de Carvalho, **Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/1973**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974. (Relatório de Pesquisa, 27.).
- RÊGO, Elba Cristina Lima, **A Operacionalidade da Política Monetária no Brasil no Contexto da Moeda Indexada – 1985/1990**. Campinas, 1991, Dissertação de Mestrado – IE/UNICAMP.
- SADDI, Jairo, **O Poder e o Cofre: Repensando o Banco Central**. São Paulo, Texto Novo, 1997.
- SARDEMBERG, Carlos Alberto, **Aventura e Agonia: Nos Bastidores do Cruzado**. São Paulo, Cia. das Letras, 1987.
- SERRA, José, “**Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós-Guerra**”. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, COUTINHO, Renata (orgs.), **Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise**. São Paulo, Brasiliense, 1982.
- SERRA, José, FRANCO, Gustavo Henrique Barroso, “**Análise Econômica do Novo Plano de Estabilização**”. In: FARO, Clóvis de (org.), **A Economia Pós-Plano Collor II**. Rio de Janeiro, LTC, 1991.
- SENNÁ, José Júlio, **Política Monetária: Ideias, Experiências e Evolução**; Rio de Janeiro, FGV Editora, 2010.
- SIMONSEN QUER BC Independente. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 29 mai. 1981.
- SIMONSEN RECOMENDA A Unicidade Orçamentária. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 31 mai. 1981.
- SINGER, Paul, **A Crise do ‘Milagre’: Interpretação Crítica da Economia Brasileira**. 8ª ed., Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1989.
- SOLA, Lourdes, “**Choque Heterodoxo e Transição Democrática sem Ruptura: Uma Abordagem Transdisciplinar**”. In: SOLA, Lourdes (org.), **O Estado da Transição: Política e Economia na Nova República**. São Paulo, Vértice, 1988.
- _____, “**Estado, Regime Fiscal e Ordem Monetária: Qual Estado?**”. In: SOLA, Lourdes, PAULANI, Leda M. (orgs.), **Lições da Década de 80**. São Paulo,

- Edusp; Genebra, UNRISD, 1995. (Seminários, 1.).
- SUZIGAN, Wilson et al., **Crescimento Industrial no Brasil: Incentivos e Desempenho Recente**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974. (Relatórios de Pesquisa, 26.).
- SVENSON, Lars E. O., “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”. **European Economic Review**, 41, p.1111-1146, 1997.
- TAVARES, Maria da Conceição, **Depoimento**. Brasília, Diário do Congresso Nacional, Seção II, n. 111, set. 1983.
- TAVARES, Maria da Conceição, ASSIS, José Carlos de, **O Grande Salto para o Caos**. 2ª ed., Rio de Janeiro, Zahar, 1986. (Brasil: Os Anos de Autoritarismo).
- TEPEDINO, Heitor, “**Lei Bancária: BC volta às suas Funções**”. Jornal de Brasília, Brasília, 5 ago. 1979.
- VELOSO, Antonio A. dos Reis, **Perspectivas**. Brasília, Banco Central do Brasil, 1980.
- VERGARA, Sylvia Constant, **Métodos de Pesquisa em Administração**. 5ª ed., São Paulo, Ed. Atlas, 2012.
- VIANNA, Maria Lúcia Teixeira Werneck, **A Administração do ‘Milagre’: O Conselho Monetário Nacional – 1964-1974**. Petrópolis, Vozes, 1987.
- WERNECK, Rogério L. F., “**Consolidação da Estabilização e Reconstrução Institucional, 1995-2002**”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- _____, “**Alternância Política, Redistribuição e Crescimento, 2003-2010**”. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.), **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- WILLIAMS, John C., “The Natural Rate of Interest”. **Federal Reserve Bank of San Francisco - Economic Research**, FRBSF Economic Letter, 2003-32, October 31, 2003.

Apêndice 1: Regime de Metas de Inflação: Fundamentos Teóricos

(Texto retirado da dissertação de mestrado do autor)

O regime de metas de inflação, de acordo com Svenson (1997), é implementado utilizando-se a projeção da inflação como uma meta intermediária de política monetária. O modelo operacional consiste em ajustar o instrumento de política monetária (taxa de juros, por ex.) de forma que a projeção da inflação seja igual à meta. Como veremos no modelo a seguir, a inflação observada irá divergir do valor projetado devido a incertezas (perturbações), que são, evidentemente, imprevisíveis pelo Banco Central. Este, o BC, pode somente igualar o valor esperado da inflação com a meta. O modelo supõe que o Banco Central minimiza uma função de perda, que é expressa pelo quadrado da diferença entre a inflação observada e a meta.

Como resultado, temos no programa de metas de inflação uma perspectiva “*forward- looking*”. Ou seja, alterações no instrumento de política monetária no ano t deverão surtir efeitos na taxa de inflação num período futuro, digamos $t+2$. O mecanismo se dá do seguinte modo: a taxa de juros real afeta o hiato do produto no período seguinte, que por sua vez afeta a inflação no outro. Portanto, levariam dois períodos para que se sentissem na inflação, os efeitos da taxa de juros real.

O hiato do produto pode afetar a previsão para a inflação futura. Se $y > 0$ (produto maior que o produto potencial), a economia está aquecida, e portanto podem ser previstos aumentos de preços. Portanto, deve-se elevar a taxa de juros nominal. Se a previsão for de queda nos preços (produto menor que o produto potencial gerando capacidade ociosa), reduz-se a taxa de juros nominal.

O modelo de Svenson (1997) consiste de duas equações: uma curva de Phillips e uma curva IS. Isto é:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1 y_t + \alpha_2 x_t + \varepsilon_{t+1}$$

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \beta_3 x_t + \eta_{t+1}$$

onde π_t é a taxa de inflação no ano t , y_t é o hiato do produto, i_t é a taxa de juros nominal, instrumento de política monetária. x_t é uma variável exógena e estocástica: $x_{t+1} = \gamma x_t + \theta_{t+1}$ (processo AR(1)). $\varepsilon_t, \eta_t, \theta_t$ são choques independentes e igualmente distribuídos, desconhecidos em $t-1$.

O Banco Central minimiza o valor esperado da função de perda, baseado em suas informações disponíveis no tempo t . A esperança matemática da função de perda a ser minimizada é dada pela seguinte expressão:

$$E_t \sum_{\tau=t}^{\infty} \delta^{\tau-t} L(\pi_{\tau})$$

A função de perda é expressa por:

$$L(\pi_t) = \frac{1}{2} (\pi_t - \pi^*)^2$$

e π^* representa a meta de inflação.

A taxa de juros nominal no tempo t afetará a inflação somente em $t+2$. Portanto, iremos expressar o valor de π_{t+2} em função das variáveis no tempo t , e perturbações em $t+1$ e $t+2$.

$$\pi_{t+2} = (\pi_t + \alpha_1 y_t + \alpha_2 x_t + \varepsilon_{t+1}) + \alpha_1 [\beta_1 y_t - \beta_2 i_t + \beta_2 \pi_t + \beta_3 x_t + \eta_{t+1}] + \alpha_2 (\gamma x_t + \theta_{t+1}) + \varepsilon_{t+2}$$

$$\pi_{t+2} = a_1 \pi_t + a_2 y_t + a_3 x_t - a_4 i_t + (\varepsilon_{t+1} + \alpha_1 \eta_{t+1} + \alpha_2 \theta_{t+1} + \varepsilon_{t+2})$$

onde:

$$a_1 = 1 + \alpha_1 \beta_2, \quad a_2 = \alpha_1 (1 + \beta_1), \quad a_3 = \alpha_1 \beta_3 + \alpha_2 (1 + \gamma) \quad \text{e} \quad a_4 = \alpha_1 \beta_2.$$

Iremos então minimizar, para a taxa de juros nominal i_t , a esperança matemática da função de perda do Banco Central:

$$\min_{i_t} E_t \delta^2 L(\pi_{t+2})$$

Substituindo a função de perda por sua expressão, teremos:

$$\min_{i_t} E_t \delta^2 \frac{1}{2} (\pi_{t+2} - \pi^*)^2$$

A condição de primeira ordem é obtida através da derivada parcial da expressão da esperança matemática em relação à taxa de juros i_t .

$$\frac{\partial E_t \delta^2 L(\pi_{t+2})}{\partial i_t} = E_t \left[\delta^2 (\pi_{t+2} - \pi^*) \frac{\partial \pi_{t+2}}{\partial i_t} \right] = -\delta^2 a_4 (E_t \pi_{t+2} - \pi^*) = 0$$

A solução do problema do BC é, então, fixar a taxa de juros nominal, de tal sorte que a previsão de inflação dois períodos a frente seja igual à meta.

$$E_t \pi_{t+2} = \pi^*$$

Assim sendo, a previsão da inflação para dois anos pode ser considerada uma meta intermediária de política monetária. Da equação que nos fornece a expressão de π_{t+2} , podemos obter a esperança matemática de π_{t+2} no tempo t .

$$E_t \pi_{t+2} = a_1 \pi_t + a_2 y_t + a_3 x_t - a_4 i_t$$

Uma vez que $E_t \pi_{t+2} = \pi^*$, podemos explicitar a taxa de juros nominal i_t a partir da equação acima:

$$i_t = \pi_t + b_1 (\pi_t - \pi^*) + b_2 y_t + b_3 x_t$$

onde:

$$b_1 = \frac{1}{\alpha_1 \beta_2}, \quad b_2 = \frac{1 + \beta_1}{\beta_2}, \quad b_3 = \frac{\alpha_1 \beta_3 + \alpha_2 (1 + \gamma)}{\alpha_1 \beta_2}$$

A equação acima mostra que a taxa de juros real é crescente em função do excesso de inflação atual em relação à meta, do hiato do produto atual, e da variável exógena no presente. Se a previsão de inflação exceder a meta, a taxa de juros nominal deve ser aumentada, e reduzida no caso da previsão estar abaixo da meta. Se a inflação atual aumentar, ou houver aumento do produto, ou da variável exógena, deve-se também aumentar a taxa de juros nominal.

A taxa de inflação observada no ano $t+2$ será dada pela expressão:

$$\pi_{t+2} = E_t \pi_{t+2} + \varepsilon_{t+1} + \alpha_1 \eta_{t+1} + \alpha_2 \theta_{t+1} + \varepsilon_{t+2} = \pi^* + \varepsilon_{t+1} + \alpha_1 \eta_{t+1} + \alpha_2 \theta_{t+1} + \varepsilon_{t+2}$$

Assim, a taxa de inflação observada em dois anos irá divergir da meta no valor do erro de previsão, devido a perturbações e incertezas que ocorrem no espaço de tempo entre o BC fixar a taxa de juros nominal e a observação da taxa de inflação dois anos depois.

$$\pi_{t+2} - \pi^* = \varepsilon_{t+1} + \alpha_1 \eta_{t+1} + \alpha_2 \theta_{t+1} + \varepsilon_{t+2}$$

Podemos concluir então, que a meta corresponde ao núcleo da inflação dois anos mais tarde, que é igual à inflação observada excluindo-se os choques aleatórios, no caso representados por $\varepsilon, \eta, \theta$.

$$\pi^* = \pi_{t+2} - (\varepsilon_{t+1} + \alpha_1 \eta_{t+1} + \alpha_2 \theta_{t+1} + \varepsilon_{t+2})$$

Resumindo, o funcionamento do programa de metas de inflação se dá da seguinte maneira: Após estipular a meta, o BC ajusta a taxa de juros (instrumento de política monetária) de tal sorte que a previsão da inflação dois anos mais tarde seja igual à mesma. O período de dois anos foi resultado do caso estilizado do modelo proposto por Svenson (1997). Se a previsão tiver sido bem feita, a inflação observada dois anos mais tarde irá diferir da meta apenas por choques aleatórios imprevisíveis. Logo, o núcleo da inflação deverá ser igual à meta no caso de uma boa previsão. Caso contrário, o cálculo da esperança matemática da inflação futura, $E_t \pi_{t+2}$, deverá ser refeito. Empiricamente observam-se dificuldades quando na identificação dos choques que devam ser excluídos da inflação observada, para a obtenção do núcleo da inflação.

Apêndice 2: Causas do Descumprimento das Metas de Inflação no Brasil

(Texto extraído da dissertação de mestrado do autor)

Em 2001

Choques externos e internos atingiram a economia brasileira em 2001. No âmbito externo observamos uma desaceleração da economia mundial, o contágio da crise Argentina, além dos atentados terroristas de 11 de setembro. Como consequência destes choques externos houve forte pressão de depreciação do real em 2001 (a média acumulada de depreciação em 12 meses até dezembro foi de 20,9%), fato que pressionou significativamente os preços internos.

No âmbito interno, houve crescimento acentuado dos preços administrados por contrato, principalmente das tarifas de energia elétrica. A inflação destes preços foi de 10,4%. Entende-se por preços administrados por contrato aqueles que possuem sensibilidade menor a fatores de oferta e demanda, não necessariamente diretamente regulados pelo Governo.

A definição de preços administrados foi alterada pelo Copom em julho de 2001 para incluir um conjunto ampliado de itens com peso de 30,7% no IPCA (referência dezembro de 2001). Este conjunto de preços inclui itens como: eletricidade (3,87%), gasolina (4,43%), telefone fixo (3,02%), ônibus urbano (4,61%), plano de saúde (2,55%), água e esgoto (1,64%), gás de botijão (1,35%) etc. (os valores entre parênteses referem-se ao peso do respectivo item no IPCA).

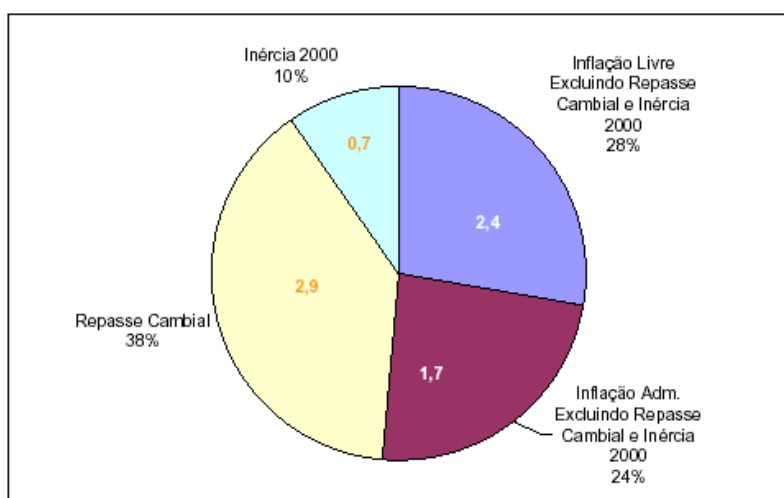


Figura A1: Contribuições Para a Inflação em 2001

(Fonte: Carta aberta do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda, disponível no site do Banco Central do Brasil, www.bcb.gov.br)

Os valores externos ao círculo representam o percentual do total da inflação que cada item exerceu. Somando-se os valores no interior do círculo, obteremos diretamente o valor da inflação em 2001, 7,7%.

Ambas, depreciação cambial e a magnitude do aumento de preços administrados por contratos em 2001 podem ser interpretadas como eventos não recorrentes. Dessa forma é possível avaliar qual teria sido a inflação, caso: i) A depreciação cambial de 2001 não tivesse ocorrido na magnitude observada, ou seja, caso a taxa de câmbio tivesse se mantido no patamar de R\$ 1,96 observado no 4º trimestre de 2000 (portanto com depreciação zero), a inflação teria sido de 4,8% (7,7 – 2,9 que foi o impacto da depreciação cambial na inflação); ii) A inflação dos preços administrados por contrato, uma vez deduzido o repasse cambial e a inércia sobre estes preços, se restringisse a 4% (centro da meta para 2001), a inflação teria sido 0,5 ponto percentual menor.

Excluindo-se os dois efeitos somados, teríamos uma redução de 3,4 pontos percentuais no valor da inflação medido pelo IPCA, o que corresponderia a um valor final de 4,3%, ficando, portanto não só dentro da meta, como também próximo ao centro.

Em 2002

A inflação medida pelo IPCA em 2002 foi de 12,5%, portanto muito superior ao valor da meta somada ao seu nível de tolerância, que era de 3,5% ± 2 pp. Em sua primeira carta pública, o recém empossado Presidente do BC, Henrique Meirelles forneceu as seguintes justificativas ao também recém empossado Ministro da Fazenda, Antônio Palocci.

O ano de 2002 foi caracterizado por uma conjugação perversa de uma severa crise de confiança na evolução da economia brasileira e um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais. Estes fatores se refletiram em turbulência no mercado financeiro doméstico, em dificuldades na administração da dívida pública, e em quedas no financiamento externo do país, com consequências negativas sobre a inflação e o nível de atividade na economia.

No mercado financeiro doméstico, a demanda por títulos públicos diminuiu consideravelmente, especialmente os de maior duração. A queda no financiamento externo foi significativa. Ela foi resultado também de um fenômeno global. Houve queda dos fluxos de capital para países emergentes (US\$ 140,4 bi em 2001 para US\$ 124,7 bi em 2002). Na América Latina, a redução foi ainda mais acentuada (US\$ 70,2 bi em 2001 para US\$ 39,2 bi em 2002), com queda 44,2%.

A crise de confiança interna aliada à crescente aversão global ao risco teve impactos relevantes sobre a economia, dos quais destacam-se: queda do investimento agregado (3º trimestre de 2002); queda do consumo agregado; ajuste da conta corrente do balanço de pagamentos; repercussão forte na taxa de câmbio: depreciação acentuada; deterioração das expectativas de inflação (estes dois últimos foram marcantes para o descumprimento da meta).

Assim, o não cumprimento da meta em 2002 pode ser atribuído basicamente a 3 fatores: forte depreciação cambial, evolução dos preços administrados por contrato e monitorados, e principalmente, deterioração das expectativas para a inflação. Analisaremos cada um deles separadamente.

i) DEPRECIÇÃO CAMBIAL

A cotação do dólar aumentou de um valor médio de R\$ 2,55 no último trimestre de 2001 para R\$ 3,67 no de 2002, equivalente a 43,9% (veja a figura 8). Esta forte depreciação cambial foi influenciada por fatores tanto internos quanto externos.

Internamente o país vivia um processo eleitoral que gerou incertezas quanto à evolução da economia, e conseqüentemente em um aumento da aversão ao risco. As incertezas geradas pelo processo eleitoral tinham como fonte a crescente probabilidade de vitória do então candidato do PT à presidência, Lula, e posteriormente a confirmação desta projeção. Enquanto na oposição, o Partido dos Trabalhadores, na figura de seu candidato à presidência desde as últimas três eleições, criticava sistematicamente a política econômica adotada pelo governo anterior. Uma vez confirmada a vitória de seu candidato (até mesmo antes), surgiram então as incertezas acerca do rumo da economia. O episódio pode ser então resumido como “efeito Lula”.

No âmbito externo, o baixo crescimento mundial, o surgimento de problemas contábeis em grandes empresas americanas, as crises observadas em mercados

emergentes, e a perspectiva de mais uma guerra no Golfo provocaram aumento na aversão ao risco, com conseqüente redução na liquidez internacional.



Figura A2: Evolução da taxa de câmbio de janeiro de 2001 a dezembro de 2002

(fonte: Carta aberta do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda, disponível no site do Banco Central do Brasil, www.bcb.gov.br)

A depreciação do real pressionou significativamente os preços internos. Estima-se que o efeito total sobre a inflação da depreciação foi de 5,8 pontos percentuais. Destes, 3,8 pontos correspondem ao impacto sobre os preços livres e 2,0 correspondem ao repasse sobre os preços administrados por contrato e monitorados.

A figura A3 ilustra a decomposição da inflação de 2002. As contribuições de cada fator estão em pontos percentuais e em quanto estes representam do total, percentualmente.

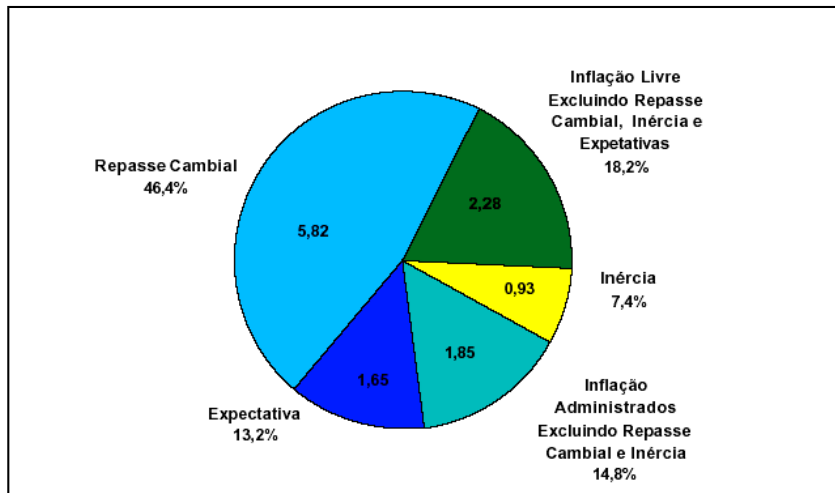


Figura A3: Contribuições para a Inflação de 2002

(fonte: idem)

ii) PREÇOS ADMINISTRADOS POR CONTRATO E MONITORADOS:

A inflação neste conjunto de preços (15,3%) foi superior à dos preços livres (11,5%) e à variação do próprio IPCA (12,5%). Os itens que mais contribuíram para este crescimento acentuado foram o gás de bujão (com aumento de 48,3%), álcool (31,5%) e eletricidade (19,9%).

iii) EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO:

As expectativas de inflação excederam a meta em função da crise de confiança na economia brasileira. A meta, que era de 3,5% , tinha um limite superior do intervalo de tolerância de 5,5%. Já em agosto, este limite havia sido ultrapassado pelas expectativas. Com a proximidade das eleições e a vitória do candidato da oposição praticamente assegurada, observou-se uma deterioração marcadamente acelerada. As expectativas de inflação para 2003 sofreram igualmente tais deteriorações, chegando a 11%.

Através de simulações realizadas pelo BC, foi feita uma estimativa do valor da inflação caso estes três fatores determinantes não tivessem ocorrido, ou seja: se não tivesse ocorrido depreciação cambial; se a inflação dos preços administrados e monitorados tivesse apresentado a mesma evolução dos preços livres; se as expectativas de inflação tivessem permanecido no centro da meta. O resultado foi o seguinte:

<u>Inflação ocorrida (IPCA)</u>	12,53%
- excluindo o repasse cambial.....	8,92%

- excluindo o efeito dos preços administrados.....5,98%
- excluindo o impacto das expectativas4,30%

Este valor de 4,30% situa-se dentro da faixa de confiança da meta ($3,5 \pm 2\%$), indicando, portanto, que na ausência dos efeitos mencionados, a meta de inflação teria sido atingida.

Em 2003

Em 2003, a inflação foi de 9,30% e a meta era de 4,0% ($\pm 2,5$ pp). Assim sendo, a meta foi ultrapassada em larga escala. Passados somente os cinco primeiros meses do ano, a inflação foi de 6,8%, 73% da inflação do ano. Este quadro foi consequência da deterioração das expectativas que vinha sendo observada desde o quarto trimestre de 2002 (período eleitoral), resultante das incertezas relativas à condução futura da política monetária.

A ordem de grandeza da inflação de 2003 não constituiu uma grande surpresa para o BC. Em janeiro daquele ano, o banco fez uma projeção para a trajetória da inflação anual, e esta indicava um valor de 8,5% ao final do ano. Este novo valor representou a meta ajustada proposta pelo BC, porém não era a meta definida pelo CMN. A trajetória da inflação efetivamente ocorrida em 2003 foi bastante semelhante à sua projeção.

A crise de confiança começou a ser revertida após o governo ter reafirmado o comprometimento da política monetária com o regime de metas e da política fiscal com a obtenção de superávits primários compatíveis com a sustentabilidade da dívida pública. Assim, as principais causas da inflação de 2003 foram: elevadas expectativas de inflação e efeitos da depreciação cambial ocorrida em 2002.

Os preços administrados por contrato e monitorados exerceram sobre a inflação uma pressão maior que os preços livres, assim como nos anos anteriores. Os itens dos preços administrados que mais pressionaram o índice de inflação foram ônibus, energia elétrica e telefone. Juntos, eles representaram cerca de 70% da contribuição total dos preços administrados.

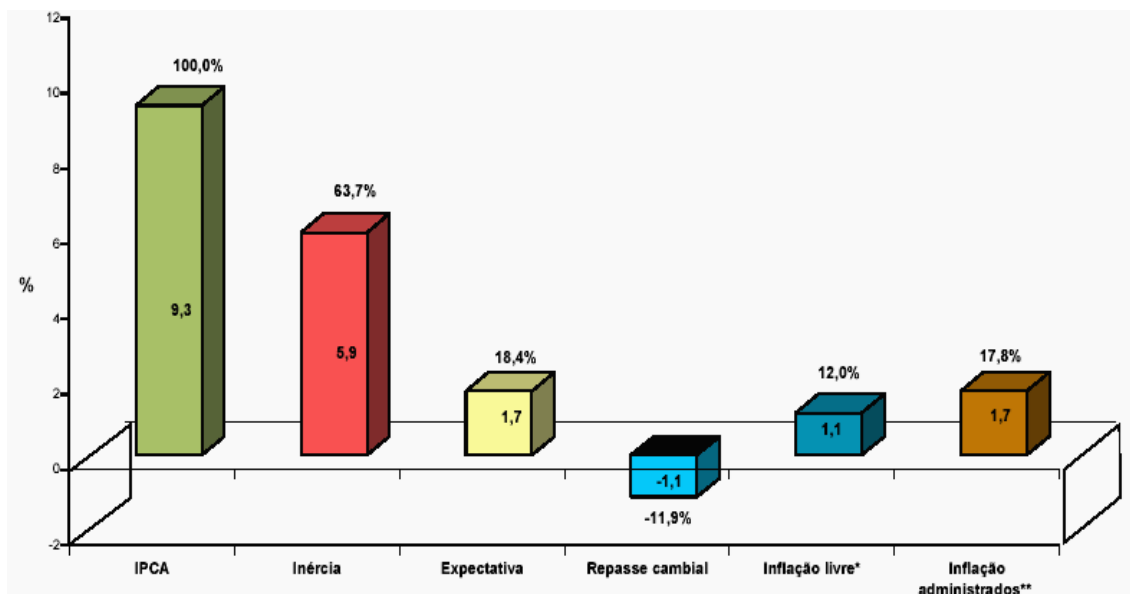


Figura A4: Contribuições para a Inflação de 2003

(fonte: idem)

* Excluindo repasse cambial, inércia e expectativas

** Excluindo repasse cambial e inércia

Apêndice 3: Principais Artigos da Lei 4595/64

“Art. 3º: A política do Conselho Monetário Nacional objetivará: I – adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento; II – regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais; III – regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamentos do país, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; IV – orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas, tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do país, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; V – propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; VI – zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; VII – coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.”

O artigo 4º trata da sua competência privativa, ou seja, das funções do CMN, cujas principais são: i) autorizar as emissões de papel-moeda; ii) aprovar o orçamento monetário; iii) estabelecer as diretrizes e normas da política cambial; iv) disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas; v) limitar as taxas de juros e de descontos, a fim de assegurar taxas favorecidas às atividades rurais; vi) determinar o recolhimento dos depósitos das instituições financeiras; vii) regulamentar as operações de redesconto; e viii) regulamentar o sistema financeiro nacional.

O artigo 6º estabelecia como membros do CMN o Ministro da Fazenda, que seria o presidente do Conselho, os presidentes do BB e do BNDE, e seis membros nomeados pelo presidente da República com mandato de seis anos, podendo ser reconduzidos ao cargo. Entretanto, a duração dos mandatos dos primeiros membros do CMN foi diferenciada: 6, 5, 4, 3, 2, e 1 anos.

Art. 10: Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: I – emitir moeda-papel e moeda metálica, nas condições e limites autorizados pelo Conselho Monetário Nacional; II – executar os serviços do meio circulante; III – receber os recolhimentos compulsórios de que trata o inciso XIV, do artigo 4º desta Lei, e também os depósitos voluntários das instituições financeiras; IV – realizar operações

de redesconto e empréstimo a instituições financeiras bancárias; V – exercer o controle do crédito sob todas as suas formas; VI – efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da lei; VII – ser depositário das reservas oficiais de ouro e moeda estrangeira; VIII – exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas; IX – conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam:

- a) funcionar no país;
- b) instalar ou transferir suas sedes, ou dependências, inclusive no exterior;
- c) ser transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas;
- d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual, de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, ações, debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários;
- e) ter prorrogados os prazos concedidos para financiamento;
- f) alterar seus estatutos.

X – estabelecer condições para a posse e para o exercício de quaisquer cargos de administração de instituições financeiras privadas, assim como para o exercício de quaisquer funções em órgãos consultivos, fiscais e semelhantes, segundo normas que forem expedidas pelo Conselho Monetário Nacional; XI – efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais; XII – determinar que as matrizes das instituições financeiras registrem os cadastros das firmas que operam com suas agências há mais de um ano. § 1º No exercício das atribuições a que se refere o inciso IX deste artigo, com base nas normas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, o Banco Central da República do Brasil estudará os pedidos que lhes sejam formulados e resolverá conceder ou recusar a autorização pleiteada, podendo incluir as cláusulas que reputar convenientes ao interesse público. §2º Observando o disposto no parágrafo anterior, as instituições financeiras estrangeiras dependem de autorização do poder executivo, mediante decreto, para que possam funcionar no país.

Art. 11: Compete ainda ao Banco Central da república do Brasil: I – entender-se, em nome do Governo Brasileiro, com as instituições financeiras estrangeiras e internacionais; II – promover, como agente do Governo Federal, a colocação de empréstimos internos e externos, podendo também encarregar-se dos respectivos serviços; III – atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da

estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial; IV – efetuar compra e venda de títulos de sociedades de economia mista e empresas do Estado; V – emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional; VI – regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; VII – exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizem; VIII – prover, sob controle do Conselho Monetário Nacional, os serviços de sua secretaria. Parágrafo único. O Banco Central da República do Brasil instalará delegacias, com autorização do Conselho Monetário Nacional, nas diferentes regiões geoeconômicas do país, tendo em vista a descentralização administrativa para distribuição e recolhimento da moeda e o cumprimento das decisões adotadas pelo mesmo Conselho ou prescritas em Lei.

Apêndice 4: Tabela de Dados: Produção da Indústria de Transformação, por ramos, no Brasil (Fonte: IBGE)

Data	Ind. Transf. Total Brasil	Bens Capital, BR	Bens Consumo, BR	Bens Duráveis, BR	Bens Semi e Não Duráveis, BR	Bens Intermediários, BR	Ind. Não Metálicos, BR	Ind. Metalúrgica, BR	Celulose, papel e produtos de papel, BR	Ind. Farmacêutica, BR	Ind. Perf. Sabões, BR	Mat. Plast. Borracha, Brasil	Ind. Têxtil, BR	Vest e Acessórios, BR	Ind. Calçados e Artigos de couro	Ind. Alimentos BR	Ind. Bebidas, BR	Ind. Fumo, BR
jan/02	73.0	51.700	70.900	52.100	76.700	77.200	72.500	82.600	74.000	46.100	71.400	85.400	117.400	93.200	133.900	77.400	62.600	67.200
fev/02	70.4	50.400	67.400	50.300	72.700	74.800	69.700	80.400	67.800	63.500	68.700	80.400	117.200	100.100	122.900	71.400	57.800	96.700
mar/02	78.0	57.400	73.900	59.400	78.400	83.300	76.200	86.900	73.200	71.500	77.500	88.700	126.400	117.400	146.300	76.000	60.700	181.900
abr/02	80.4	61.200	77.600	66.500	81.100	84.300	76.900	83.300	72.800	75.700	74.700	94.400	132.000	125.500	157.000	80.700	62.700	207.900
mai/02	81.2	59.200	76.400	60.500	81.200	87.000	77.700	88.900	70.800	64.900	76.700	93.400	125.500	121.000	151.100	88.900	62.300	193.800
jun/02	78.1	54.800	71.900	53.000	77.800	85.300	74.400	86.900	71.300	68.500	71.600	83.600	119.100	113.300	117.300	93.400	60.500	164.600
jul/02	84.1	60.300	79.900	56.100	87.200	89.700	77.500	91.100	75.800	72.100	74.000	88.900	123.900	134.700	148.400	105.200	60.200	127.700
ago/02	84.4	57.300	82.600	56.400	90.600	89.100	80.200	92.800	78.500	76.600	80.500	88.300	130.200	142.100	153.300	107.500	67.300	65.700
set/02	83.1	57.400	81.700	61.100	88.100	86.900	78.100	90.500	73.900	65.100	78.800	86.800	126.600	137.800	166.500	102.200	66.600	56.400
out/02	90.3	63.000	92.600	70.500	99.400	91.800	84.400	96.200	79.600	78.800	85.500	96.500	141.400	148.900	181.000	110.700	83.400	54.600
nov/02	84.9	59.300	86.900	67.800	92.800	86.500	81.500	92.200	79.300	69.700	84.400	92.500	137.200	146.100	180.300	94.200	82.900	57.900
dez/02	75.3	52.000	75.200	53.700	81.800	78.400	75.400	92.300	77.400	70.300	71.100	83.400	107.500	93.900	139.000	82.600	88.400	52.000
jan/03	74.3	50.900	70.600	56.900	74.800	80.400	74.100	91.700	78.900	41.900	73.000	86.600	115.300	86.200	135.500	78.800	62.600	60.100
fev/03	72.3	53.500	68.100	56.600	71.600	77.600	71.600	85.500	74.500	62.900	66.900	83.800	116.800	97.400	126.900	71.700	60.800	105.300
mar/03	77.8	52.600	69.500	52.600	74.700	87.100	75.100	97.400	78.000	59.200	73.200	84.900	123.300	97.000	127.600	75.700	63.900	202.300
abr/03	77.0	53.900	70.600	57.200	74.700	84.500	70.700	93.000	78.800	62.200	72.400	81.700	116.800	98.100	134.700	77.300	56.700	191.900
mai/03	80.1	55.800	73.800	57.000	78.900	87.900	75.500	96.300	76.200	66.600	80.500	83.200	119.300	106.100	129.200	89.400	58.000	187.200
jun/03	76.9	53.100	70.200	51.600	76.000	84.500	71.500	92.500	76.200	64.400	74.200	80.100	114.700	104.500	114.900	90.400	56.000	135.900
jul/03	82.0	58.400	75.700	54.100	82.400	89.200	75.600	95.300	79.700	67.500	75.400	85.100	118.400	116.300	130.800	101.100	62.200	71.800
ago/03	82.2	57.900	77.200	56.200	83.700	88.900	75.600	96.400	79.900	68.300	79.100	85.700	123.400	118.500	135.100	103.800	60.000	53.900

Data	Ind. Transf. Total Brasil	Bens Capital, BR	Bens Consumo, BR	Bens Duráveis, BR	Bens Semi e Não Duráveis, BR	Bens Intermediários, BR	Ind. Não Metálicos, BR	Ind. Metalúrgica, BR	Celulose, papel e produtos de papel, BR	Ind. Farmacêutica, BR	Ind.. Perf. Sabões, BR	Mat. Plast. Borracha, Brasil	Ind. Têxtil, BR	Vest e Acessórios, BR	Ind. Calçados e Artigos de couro	Ind. Alimentos BR	Ind. Bebidas, BR	Ind. Fumo, BR
set/03	86.6	63.200	83.200	65.400	88.700	91.400	74.800	95.300	81.700	73.600	80.700	86.100	126.700	130.300	145.300	105.800	64.600	50.100
out/03	91.1	70.400	89.500	72.000	94.800	94.000	80.700	95.900	84.300	66.900	89.200	95.600	136.400	139.200	164.600	107.300	74.300	56.800
nov/03	85.5	70.800	85.200	70.700	89.700	86.800	75.000	94.900	80.600	70.000	82.200	90.600	129.600	131.500	159.700	91.800	73.500	54.400
dez/03	78.3	59.600	77.400	61.800	82.200	81.500	71.200	93.400	81.300	56.100	76.700	82.100	104.700	78.800	119.400	80.900	89.500	50.300
jan/04	77.3	58.300	72.600	63.900	75.300	82.900	72.800	91.600	84.300	44.700	77.100	86.100	115.100	74.600	120.600	77.800	65.000	56.600
fev/04	74.5	58.400	67.600	58.200	70.500	81.000	69.000	90.500	79.100	46.200	69.800	84.600	115.300	82.900	118.900	73.000	61.600	74.900
mar/04	87.9	73.700	80.800	74.700	82.700	93.300	78.200	98.100	85.700	69.400	90.600	96.700	134.300	107.000	135.800	82.800	63.900	194.600
abr/04	83.0	67.700	75.600	69.100	77.600	89.100	73.900	94.900	81.600	67.300	68.700	88.800	126.100	101.800	120.700	79.000	64.800	213.100
mai/04	87.3	72.300	78.400	70.200	80.900	94.000	78.300	100.700	86.300	74.300	89.700	92.100	133.700	104.600	126.000	90.000	60.500	221.000
jun/04	87.0	71.900	79.000	70.000	81.800	93.300	77.300	98.400	84.100	66.800	89.800	90.900	135.600	112.200	126.800	96.200	55.900	198.400
jul/04	91.0	74.000	82.400	71.700	85.800	98.000	81.600	99.600	86.600	62.600	91.700	95.900	145.100	125.600	137.300	103.100	63.000	201.800
ago/04	93.0	76.200	87.000	77.500	89.900	98.400	84.700	101.800	86.800	72.300	93.900	97.100	146.800	133.000	145.900	108.300	64.100	101.900
set/04	93.2	73.600	90.100	80.000	93.200	96.900	81.600	99.300	85.200	71.400	91.300	97.100	141.700	136.600	159.600	110.300	76.700	52.600
out/04	94.5	74.800	91.400	78.800	95.300	98.300	82.200	101.000	89.200	69.600	91.300	95.600	147.100	134.400	165.400	105.900	81.700	50.500
nov/04	92.9	75.500	93.700	80.300	97.900	93.600	79.500	96.300	86.700	63.200	92.000	94.100	139.800	134.000	169.800	101.700	81.100	49.700
dez/04	85.3	68.500	85.800	69.900	90.700	87.000	75.900	93.400	87.300	58.200	87.700	86.100	108.100	91.500	134.900	90.000	88.900	49.100
jan/05	81.5	62.900	78.700	64.200	83.200	85.900	76.800	92.000	86.700	52.600	84.500	85.300	117.500	81.000	128.400	81.900	72.300	54.200
fev/05	77.0	60.000	73.400	67.900	75.200	81.300	73.200	89.900	79.000	51.600	84.900	84.600	121.900	88.000	120.100	74.000	62.900	63.800
mar/05	88.8	74.800	84.700	82.500	85.400	92.600	80.000	97.500	88.700	79.800	93.400	93.400	129.900	108.700	136.000	82.700	69.000	150.000
abr/05	87.5	70.500	84.300	79.000	86.000	91.800	80.000	95.200	84.900	76.300	91.500	92.000	132.200	108.700	129.700	84.300	71.900	206.000
mai/05	91.5	75.700	87.100	80.400	89.200	96.500	81.500	94.300	88.600	77.700	89.200	94.400	134.500	108.900	127.100	92.700	66.000	234.400
jun/05	91.9	78.400	87.600	81.500	89.400	96.300	80.500	93.100	86.500	73.900	92.800	92.500	133.100	112.100	126.200	99.000	67.000	213.300
jul/05	90.9	70.700	87.100	77.500	90.100	96.400	80.400	92.800	90.400	73.300	90.400	90.200	133.200	111.000	127.400	101.600	62.500	166.800

Data	Ind. Transf. Total Brasil	Bens Capital, BR	Bens Consumo, BR	Bens Duráveis, BR	Bens Semi e Não Duráveis, BR	Bens Intermediários, BR	Ind. Não Metálicos, BR	Ind. Metalúrgica, BR	Celulose, papel e produtos de papel, BR	Ind. Farmacêutica, BR	Ind.. Perf. Sabões, BR	Mat. Plast. Borracha, Brasil	Ind. Têxtil, BR	Vest e Acessórios, BR	Ind. Calçados e Artigos de couro	Ind. Alimentos BR	Ind. Bebidas, BR	Ind. Fumo, BR
ago/05	96.3	78.200	94.800	85.400	97.800	99.300	84.800	98.800	86.600	88.300	90.900	96.700	140.100	119.500	142.400	109.600	70.900	132.300
set/05	92.6	77.600	90.200	76.500	94.500	95.800	81.900	98.000	86.800	76.100	85.200	92.200	136.200	120.400	140.500	105.400	76.600	57.800
out/05	94.2	75.400	93.200	79.300	97.500	97.400	81.700	99.500	90.600	78.600	86.500	93.200	137.600	118.600	149.700	105.100	82.200	56.300
nov/05	93.1	77.600	95.500	85.600	98.500	93.200	81.300	96.200	89.300	75.400	92.700	92.100	134.900	121.200	155.100	100.300	85.000	53.500
dez/05	86.9	71.700	90.000	78.300	93.600	87.200	79.200	95.300	90.800	72.700	90.000	85.200	108.300	79.500	125.600	88.500	93.500	51.600
jan/06	83.6	65.700	82.100	77.600	83.500	88.000	80.200	94.600	90.400	48.000	89.500	89.900	121.400	75.100	127.000	81.900	74.900	61.500
fev/06	80.5	65.700	79.900	77.300	80.700	83.100	74.600	84.700	82.000	74.000	77.900	87.300	124.000	86.600	114.500	74.600	73.200	97.300
mar/06	92.8	80.500	91.400	88.900	92.100	95.200	82.200	95.600	91.500	85.600	92.000	99.100	139.700	104.700	136.100	84.000	75.900	172.300
abr/06	85.8	69.300	83.200	79.800	84.200	90.300	76.200	94.000	88.600	68.400	86.400	89.100	125.700	95.200	115.900	79.000	69.700	188.600
mai/06	95.7	79.900	92.700	92.200	92.900	99.900	84.500	99.600	90.500	82.500	94.000	96.100	139.200	105.700	130.500	98.800	71.000	235.900
jun/06	91.5	75.800	88.500	83.800	90.000	95.600	80.500	96.000	86.200	80.100	88.900	92.100	130.100	97.400	113.700	102.400	66.900	216.100
jul/06	94.0	77.000	90.000	80.500	92.900	99.300	83.300	102.500	90.700	77.300	91.300	92.300	135.800	106.800	119.700	107.400	70.700	192.700
ago/06	99.1	84.000	97.500	92.300	99.100	102.000	87.400	104.400	90.500	83.300	93.700	99.500	141.700	119.600	142.600	112.300	77.300	140.800
set/06	93.6	77.300	93.500	80.500	97.500	96.000	84.400	101.900	89.900	77.200	92.200	93.700	132.700	114.200	137.600	107.400	82.600	57.800
out/06	97.9	82.100	100.300	90.700	103.200	98.500	86.800	104.900	91.300	83.600	100.500	97.700	139.200	123.900	148.900	108.200	85.900	58.300
nov/06	96.3	83.600	99.700	90.900	102.400	95.600	85.100	99.700	90.000	83.800	97.600	94.500	132.300	122.400	158.600	101.200	92.500	56.500
dez/06	86.8	76.900	88.100	72.800	92.900	88.100	80.800	97.300	90.700	71.200	89.000	84.000	103.600	75.000	119.500	87.900	101.600	51.300
jan/07	86.9	77.300	84.300	81.500	85.200	90.500	80.000	101.900	91.700	54.600	94.200	91.100	116.800	73.500	112.900	86.600	84.600	60.400
fev/07	82.7	74.800	80.100	75.900	81.400	85.600	78.100	92.400	82.800	69.000	84.200	85.200	121.800	85.900	112.200	78.100	73.900	94.300
mar/07	96.8	90.700	93.600	96.900	92.500	99.300	87.600	105.600	91.300	74.300	105.100	99.800	139.700	102.200	124.400	87.500	79.900	192.800
abr/07	90.8	81.200	87.000	87.200	87.000	94.700	83.500	100.800	87.100	68.500	93.000	92.200	129.400	95.400	117.300	82.800	78.000	205.600
mai/07	100.3	95.100	97.200	99.600	96.400	102.500	88.000	106.800	89.700	86.900	100.100	101.600	141.700	114.400	125.300	100.300	76.800	233.400
jun/07	97.2	88.500	94.100	91.100	95.100	100.200	85.700	103.200	91.100	88.000	99.300	96.900	134.900	107.700	115.100	102.400	69.300	193.400

Data	Ind. Transf. Total Brasil	Bens Capital, BR	Bens Consumo, BR	Bens Duráveis, BR	Bens Semi e Não Duráveis, BR	Bens Intermediários, BR	Ind. Não Metálicos, BR	Ind. Metalúrgica, BR	Celulose, papel e produtos de papel, BR	Ind. Farmacêutica, BR	Ind.. Perf. Sabões, BR	Mat. Plast. Borracha, Brasil	Ind. Têxtil, BR	Vest e Acessórios, BR	Ind. Calçados e Artigos de couro	Ind. Alimentos BR	Ind. Bebidas, BR	Ind. Fumo, BR
jul/07	100.1	92.000	96.200	93.700	97.000	103.600	89.600	106.600	93.800	83.000	93.100	101.100	139.400	115.100	119.300	106.000	70.800	153.100
ago/07	105.5	101.900	104.200	103.500	104.400	105.900	91.600	108.600	91.600	90.200	98.000	106.100	143.300	126.200	141.600	115.500	81.100	103.000
set/07	98.8	94.300	98.300	93.200	99.900	99.100	86.300	105.400	83.500	77.700	92.000	99.100	135.000	119.600	134.500	108.600	82.400	52.000
out/07	108.7	104.600	110.100	110.500	110.000	106.900	94.000	111.300	94.400	81.800	100.200	110.100	145.300	138.400	159.400	115.400	92.800	58.900
nov/07	103.1	102.600	106.500	104.100	107.200	99.700	89.300	107.300	91.600	83.200	98.800	106.200	136.700	131.700	158.700	101.500	96.500	57.400
dez/07	92.3	90.600	91.500	79.600	95.100	93.800	84.200	104.500	93.100	74.700	90.500	91.400	108.900	78.900	109.100	89.700	106.700	52.400
jan/08	94.8	90.600	92.000	93.800	91.500	97.400	88.800	108.600	94.900	62.400	95.600	101.000	115.100	85.400	112.600	90.500	90.800	62.400
fev/08	91.2	94.100	85.000	90.800	83.200	94.400	83.600	103.300	90.500	52.900	87.800	95.600	127.700	92.700	117.300	82.900	74.500	92.100
mar/08	98.0	102.800	93.000	102.300	90.100	99.900	91.700	111.400	95.000	73.500	95.900	101.300	133.800	105.200	119.500	85.400	74.400	162.600
abr/08	99.7	106.200	96.000	106.000	92.900	100.100	90.300	110.100	92.800	88.000	95.400	105.300	135.700	112.500	117.800	88.800	74.900	198.500
mai/08	102.6	102.400	98.500	102.500	97.300	105.000	92.600	111.800	97.300	93.700	91.700	106.600	131.900	113.000	110.600	100.700	76.000	184.500
jun/08	103.6	110.000	98.200	104.300	96.300	105.300	95.100	111.700	96.300	91.800	91.800	107.700	132.500	114.500	104.000	102.200	73.200	175.900
jul/08	108.8	114.900	102.300	104.600	101.600	111.300	100.300	117.300	99.400	97.000	88.600	112.500	140.800	127.900	116.900	110.600	73.800	176.400
ago/08	107.1	114.500	103.700	109.300	101.900	107.600	102.600	116.800	95.000	105.800	88.600	111.500	137.700	126.800	128.700	107.200	79.400	83.200
set/08	107.8	119.900	106.900	108.500	106.400	105.200	101.200	112.800	95.700	100.800	88.400	108.100	135.900	135.700	135.800	109.400	85.300	56.000
out/08	108.9	124.800	110.300	107.100	111.300	104.100	104.000	115.200	98.200	105.200	98.900	105.200	139.800	139.700	140.700	111.500	92.500	59.200
nov/08	96.7	110.000	97.900	77.600	104.100	92.500	92.400	97.700	89.700	95.700	93.700	88.600	124.000	124.400	128.800	101.800	94.200	59.300
dez/08	79.2	80.100	81.200	48.500	91.200	77.600	81.100	78.900	91.800	83.800	77.300	62.900	88.900	77.100	93.400	89.700	106.800	50.400
jan/09	78.7	79.600	78.500	68.800	81.500	78.700	82.900	74.300	89.900	61.100	88.800	77.500	104.900	73.600	87.000	85.300	88.300	59.300
fev/09	76.3	73.400	77.300	72.900	78.700	75.800	76.900	70.600	84.500	62.000	83.200	74.000	105.600	82.500	93.100	79.300	77.800	86.300
mar/09	88.8	82.900	91.300	93.900	90.500	87.800	86.400	78.800	90.000	91.100	98.800	84.800	121.000	101.400	101.700	87.000	86.700	155.900
abr/09	85.5	77.100	87.200	87.500	87.100	85.400	81.900	79.500	87.700	86.200	92.600	84.200	114.700	97.700	96.900	87.300	79.900	200.900
mai/09	91.6	81.500	93.400	91.500	93.900	91.700	87.800	84.500	92.100	107.100	98.900	86.400	119.900	103.600	97.500	98.600	80.400	189.700

Data	Ind. Transf. Total Brasil	Bens Capital, BR	Bens Consumo, BR	Bens Duráveis, BR	Bens Semi e Não Duráveis, BR	Bens Intermediários, BR	Ind. Não Metálicos, BR	Ind. Metalúrgica, BR	Celulose, papel e produtos de papel, BR	Ind. Farmacêutica, BR	Ind.. Perf. Sabões, BR	Mat. Plast. Borracha, Brasil	Ind. Têxtil, BR	Vest e Acessórios, BR	Ind. Calçados e Artigos de couro	Ind. Alimentos BR	Ind. Bebidas, BR	Ind. Fumo, BR
jun/09	92.4	84.300	91.900	93.700	91.400	93.800	87.000	86.300	91.700	103.500	94.000	89.300	117.500	108.700	89.300	99.900	74.800	178.900
jul/09	98.0	88.400	98.400	99.400	98.000	99.000	95.400	94.200	96.800	107.000	97.900	98.800	129.600	118.400	103.500	107.200	78.300	166.000
ago/09	100.0	88.800	101.900	104.700	101.000	100.100	94.900	98.100	96.600	111.900	95.000	100.100	126.300	125.600	113.300	107.600	85.600	95.400
set/09	100.0	94.800	101.800	102.200	101.700	98.700	93.400	99.000	95.700	100.700	99.300	98.800	129.100	118.300	126.300	106.400	91.300	49.100
out/09	106.4	104.100	110.400	113.500	109.500	102.700	98.700	103.500	99.300	108.000	104.300	105.700	137.100	131.300	140.800	111.600	103.900	51.200
nov/09	102.2	106.900	105.400	107.000	104.900	97.700	94.500	100.800	95.000	98.800	100.600	101.000	130.700	128.100	141.200	101.900	102.900	49.600
dez/09	94.2	99.100	94.400	88.600	96.200	92.900	91.800	98.300	96.900	97.400	91.500	93.200	99.900	80.600	112.600	89.200	116.100	46.000
jan/10	91.0	89.600	88.100	92.100	86.900	93.500	89.300	99.400	95.500	64.400	94.000	96.100	113.000	82.700	101.900	84.200	103.000	50.100
fev/10	89.1	91.200	88.000	92.400	86.700	89.200	86.000	95.500	88.200	93.800	88.300	92.100	119.200	83.400	105.400	79.300	89.800	79.900
mar/10	105.6	114.900	105.400	119.300	101.100	103.000	98.100	108.000	101.500	108.700	106.900	106.600	143.400	116.400	125.600	94.500	103.200	149.500
abr/10	99.6	104.600	97.000	105.900	94.200	99.800	93.800	103.900	92.700	94.500	97.000	101.800	127.600	109.200	114.100	94.700	89.000	161.500
mai/10	104.6	110.300	100.900	108.500	98.600	105.200	100.400	109.500	98.500	101.500	101.500	104.800	130.600	120.700	111.800	106.100	90.500	172.200
jun/10	102.8	106.500	97.800	99.300	97.400	104.700	96.800	109.200	94.500	94.000	93.400	103.700	128.500	114.000	100.100	108.300	90.200	160.100
jul/10	107.1	108.800	102.400	100.300	103.000	109.400	101.100	113.000	102.200	104.600	92.600	105.900	131.900	125.600	113.800	115.200	89.000	155.800
ago/10	108.4	114.000	107.000	111.500	105.700	107.700	103.000	108.300	97.800	101.000	97.300	108.800	130.100	129.800	127.500	118.000	90.100	85.300
set/10	106.0	111.500	107.000	105.100	107.600	103.900	101.600	103.200	97.400	105.600	98.700	105.000	128.000	129.800	128.000	112.200	100.500	51.600
out/10	108.2	111.700	110.700	111.300	110.500	105.100	103.500	107.200	100.800	103.400	103.400	108.500	127.400	135.100	129.900	109.700	108.200	52.300
nov/10	107.3	118.300	109.900	114.200	108.500	102.600	99.900	104.800	99.400	101.100	100.800	104.100	123.500	135.300	134.100	103.400	109.300	53.600
dez/10	96.2	105.300	96.500	94.300	97.100	95.100	98.100	94.500	97.600	88.300	90.800	95.100	94.400	83.200	98.600	87.900	122.900	49.400
jan/11	92.8	96.100	90.800	96.200	89.100	94.200	92.500	99.900	97.700	69.100	96.500	99.500	99.300	90.400	89.800	83.600	99.200	53.000
fev/11	95.7	109.100	95.200	107.600	91.300	93.000	92.800	98.500	91.600	99.500	90.800	98.400	111.800	103.300	99.800	84.300	94.300	64.200
mar/11	104.8	116.900	102.800	110.200	100.600	103.100	100.500	111.800	102.400	116.100	98.000	107.100	118.200	110.900	116.400	92.400	93.200	125.600

Data	Ind. Transf. Total Brasil	Bens Capital, BR	Bens Consumo, BR	Bens Duráveis, BR	Bens Semi e Não Duráveis, BR	Bens Intermediários, BR	Ind. Não Metálicos, BR	Ind. Metalúrgica, BR	Celulose, papel e produtos de papel, BR	Ind. Farmacêutica, BR	Ind.. Perf. Sabões, BR	Mat. Plast. Borracha, Brasil	Ind. Têxtil, BR	Vest e Acessórios, BR	Ind. Calçados e Artigos de couro	Ind. Alimentos BR	Ind. Bebidas, BR	Ind. Fumo, BR
abr/11	97.6	104.300	94.200	97.400	93.200	98.400	98.200	106.500	94.000	111.100	90.000	99.400	106.100	109.500	101.100	86.800	86.500	183.900
mai/11	107.4	118.300	103.700	106.200	102.900	107.200	104.900	110.200	99.000	108.200	98.700	105.800	111.300	120.400	107.300	105.900	86.400	207.000
jun/11	102.9	114.500	96.800	97.900	96.400	104.300	102.400	105.400	96.400	103.900	93.300	102.800	105.000	112.300	89.000	106.400	80.600	193.800
jul/11	106.2	114.200	102.500	101.400	102.900	106.800	104.000	105.700	99.400	91.100	88.300	104.900	104.700	110.800	100.200	114.700	88.600	183.100
ago/11	111.2	126.200	109.700	112.900	108.700	108.700	106.500	108.200	100.600	104.900	98.600	106.600	109.300	123.400	118.600	117.700	96.600	152.300
set/11	105.0	113.600	103.200	95.900	105.500	104.200	104.700	104.800	96.700	95.800	94.800	100.600	103.800	117.600	114.200	116.300	105.600	62.700
out/11	106.5	113.600	106.500	100.700	108.300	104.800	105.700	105.600	103.000	109.800	101.300	103.300	105.700	121.700	113.700	109.800	113.900	54.600
nov/11	104.3	116.000	106.000	101.500	107.400	100.800	101.000	100.800	100.400	98.900	103.900	100.700	105.900	129.600	115.900	103.600	112.800	54.300
dez/11	95.1	108.300	94.500	88.900	96.200	94.100	95.400	94.100	101.300	88.500	93.500	88.500	77.500	64.200	79.200	92.500	126.700	50.700
jan/12	88.2	79.800	87.800	86.800	88.200	90.200	93.700	95.200	96.300	69.600	95.800	97.600	90.300	76.500	81.300	81.400	96.300	68.700
fev/12	89.4	98.400	87.500	82.000	89.200	89.900	94.900	95.200	94.200	90.200	93.400	92.100	97.200	85.000	97.400	77.400	92.600	71.700
mar/12	99.8	112.700	100.500	104.700	99.200	97.500	103.600	103.800	100.400	110.700	104.400	105.900	105.400	99.500	108.800	83.100	101.300	112.300
abr/12	92.3	97.500	91.600	92.800	91.200	92.500	96.500	99.500	96.900	91.900	96.500	97.100	95.300	94.100	97.600	77.500	88.800	139.900
mai/12	102.2	106.700	100.200	102.200	99.600	102.900	104.200	103.800	100.200	99.200	104.100	106.000	106.100	99.900	102.400	100.300	89.700	138.500
jun/12	98.0	96.800	94.900	96.700	94.400	100.100	98.000	100.300	97.100	104.700	99.700	96.900	99.800	97.600	88.500	97.200	85.900	128.500
jul/12	104.6	103.500	102.000	101.300	102.200	106.000	102.700	103.700	101.900	97.900	103.300	99.900	103.600	107.300	102.100	116.600	85.100	136.400
ago/12	112.5	110.700	112.200	117.300	110.600	111.400	107.400	104.100	103.000	112.700	104.900	106.000	108.800	113.700	109.300	127.200	101.600	128.200
set/12	104.2	96.100	104.200	101.900	105.000	104.200	100.900	99.500	100.200	107.000	95.400	99.800	99.600	103.400	107.000	115.600	103.700	74.300
out/12	112.3	108.800	115.600	117.200	115.100	110.500	105.600	107.400	106.100	117.300	103.900	106.400	110.200	119.900	118.600	124.200	110.800	72.300
nov/12	105.8	100.200	111.000	111.800	110.800	102.500	98.600	98.500	103.700	107.300	104.100	102.800	105.200	119.500	112.700	111.200	118.200	67.000
dez/12	90.8	88.900	92.400	85.400	94.600	92.500	93.800	89.100	100.000	91.600	94.500	89.600	78.500	83.400	74.400	88.300	126.000	62.200
jan/13	94.5	98.800	94.800	99.100	93.500	93.900	96.200	95.700	100.200	81.400	102.600	97.200	93.800	81.100	89.900	83.600	108.700	29.400
fev/13	88.4	103.400	86.400	84.900	86.800	86.700	92.200	90.800	91.000	86.300	97.000	90.900	93.600	79.200	98.400	75.200	91.100	43.200
mar/13	98.7	113.700	96.800	105.500	94.000	95.900	102.500	101.300	99.300	104.200	105.500	101.800	102.400	94.800	107.400	78.100	95.500	96.500

Data	Ind. Transf. Total Brasil	Bens Capital, BR	Bens Consumo, BR	Bens Duráveis, BR	Bens Semi e Não Duráveis, BR	Bens Intermediários, BR	Ind. Não Metálicos, BR	Ind. Metalúrgica, BR	Celulose, papel e produtos de papel, BR	Ind. Farmacêutica, BR	Ind.. Perf. Sabões, BR	Mat. Plast. Borracha, Brasil	Ind. Têxtil, BR	Vest e Acessórios, BR	Ind. Calçados e Artigos de couro	Ind. Alimentos BR	Ind. Bebidas, BR	Ind. Fumo, BR
abr/13	103.2	120.100	103.000	111.800	100.200	98.800	103.200	103.800	98.800	99.100	110.700	103.600	105.800	104.600	111.900	89.400	88.200	146.400
mai/13	106.2	114.900	104.400	108.800	103.000	104.100	105.200	106.600	99.400	103.600	106.000	104.500	105.100	104.200	100.800	104.800	90.200	138.200
jun/13	102.3	112.100	100.700	103.600	99.800	100.800	100.700	102.600	98.300	114.300	101.600	99.900	100.400	99.600	90.200	99.100	81.900	132.600
jul/13	109.0	117.000	106.200	104.700	106.700	107.800	106.600	102.000	100.700	101.000	104.900	104.000	104.400	108.200	108.100	117.300	91.600	143.000
ago/13	113.3	122.100	112.300	114.700	111.500	110.500	108.200	104.000	100.600	101.300	102.100	106.200	106.200	112.200	113.800	126.800	97.000	100.500
set/13	108.6	119.200	109.100	109.900	108.800	104.600	103.200	100.600	99.200	107.500	108.100	102.200	101.300	109.100	112.800	118.800	100.200	66.700
out/13	113.7	127.100	116.300	117.700	115.900	108.500	109.900	106.200	107.100	103.700	118.000	108.300	110.600	120.700	128.100	118.200	103.100	72.400
nov/13	106.9	113.000	110.200	109.200	110.500	103.000	104.300	100.300	101.200	106.800	112.500	103.600	102.700	110.800	115.900	107.600	107.800	71.500
dez/13	88.9	85.000	91.300	83.100	93.900	90.100	94.200	86.500	97.500	83.900	98.700	85.900	76.600	68.900	74.300	88.900	119.500	61.000
jan/14	92.2	99.700	93.200	94.800	92.700	91.200	97.000	91.600	97.800	82.800	107.600	96.900	86.200	80.100	82.300	82.700	102.600	33.600
fev/14	93.0	112.300	95.700	104.600	92.900	87.700	96.000	92.400	90.100	102.700	104.900	97.100	91.700	92.500	95.100	76.900	97.600	46.100
mar/14	97.3	106.200	97.400	100.300	96.500	95.900	101.000	103.500	98.900	109.500	108.600	102.700	97.200	93.700	103.400	82.100	102.700	83.600
abr/14	96.0	103.500	97.000	98.700	96.400	94.300	96.400	97.200	96.300	103.700	108.500	98.400	93.100	95.700	98.800	86.300	91.100	115.300
mai/14	101.6	104.800	102.300	96.300	104.200	100.800	103.500	95.500	97.400	109.300	114.700	100.200	100.500	100.200	96.300	108.300	93.100	138.400
jun/14	94.1	89.000	90.100	69.700	96.500	98.000	94.800	89.700	94.900	101.400	103.700	88.600	88.400	86.900	85.600	108.200	89.300	128.800
jul/14	104.1	105.900	104.100	91.800	108.000	104.300	102.900	92.700	101.000	110.700	110.000	93.600	100.000	106.200	103.700	117.200	92.600	140.600
ago/14	105.8	104.100	105.500	96.300	108.400	107.100	105.200	92.400	100.400	101.500	105.300	97.700	99.900	106.400	107.400	122.600	91.000	135.200
set/14	105.3	107.100	109.600	104.500	111.300	103.200	104.000	94.000	100.200	113.200	108.900	101.300	100.600	110.100	115.700	112.300	96.700	77.000
out/14	108.9	111.700	114.500	109.800	116.000	106.100	105.200	97.300	103.700	101.600	117.000	105.300	104.500	114.000	121.500	118.400	102.500	68.200
nov/14	99.1	100.900	104.300	96.900	106.600	97.000	99.300	89.000	101.200	101.900	108.900	99.300	95.800	103.400	110.200	97.200	106.800	64.900
dez/14	84.8	75.500	88.600	75.400	92.700	88.600	90.100	76.100	98.800	84.300	103.800	84.100	65.700	69.100	79.300	83.400	124.000	53.600
jan/15	85.7	84.200	86.600	81.800	88.100	89.200	92.400	88.300	96.800	69.800	101.100	92.600	78.000	68.800	84.200	80.700	104.700	30.800
fev/15	82.0	83.700	82.300	77.200	83.900	84.300	86.800	86.800	88.700	73.500	99.000	90.500	83.700	73.600	91.600	74.400	91.900	26.400
mar/15	92.8	93.700	94.200	94.000	94.200	94.200	98.700	93.700	97.600	102.700	110.500	100.000	96.200	87.100	101.900	82.800	91.300	75.700
abr/15	86.6	80.000	86.400	82.200	87.700	91.100	92.100	87.600	92.100	79.000	99.900	90.500	87.400	83.300	89.900	85.300	79.500	110.100
mai/15	90.9	77.700	90.200	80.600	93.200	96.100	97.000	87.900	96.100	92.300	107.300	89.500	83.600	88.600	87.200	97.800	83.200	123.000
jun/15	90.2	74.200	88.200	69.000	94.300	96.900	93.200	83.200	98.700	96.100	104.700	84.500	80.000	91.400	82.300	107.200	84.500	121.200
jul/15	93.3	76.700	93.600	79.200	98.200	98.600	96.700	85.600	103.000	92.200	106.500	85.100	81.700	94.500	99.800	108.700	82.800	143.400
ago/15	95.2	70.000	96.200	82.500	100.500	101.800	96.400	85.700	102.100	94.800	104.300	87.800	79.300	100.000	96.400	119.500	91.500	107.400
set/15	92.1	73.700	96.600	75.600	103.200	95.700	92.200	80.900	98.700	99.600	108.000	85.800	78.200	95.400	101.700	110.100	97.800	71.600
out/15	95.4	75.100	100.300	78.500	107.200	98.500	94.200	86.900	100.200	99.000	111.100	91.700	82.000	100.900	103.100	117.000	103.100	75.200
nov/15	86.5	69.400	93.600	68.800	101.400	86.400	85.800	81.000	96.800	93.900	106.700	87.600	77.400	93.100	98.800	97.700	105.700	55.400

Apêndice 5: Tabela de Dados: Produção da Indústria de Transformação Total por Estado

(Fonte: IBGE)

Data	Pernambuco	Bahia	Ceará	M.Gerais	R.Janeiro	ES	S.Paulo	PR	S.Catarina	R.G.Sul	Pará	Goias	Amazonas
jan/02	77.900	80.200	89.700	75.900	82.800	92.900	68.600	55.200	90.000	85.400	63.700	51.600	57.800
fev/02	66.300	71.800	80.200	69.600	77.200	83.800	68.000	56.200	89.400	84.300	63.600	55.700	56.900
mar/02	67.000	77.400	88.000	78.500	84.100	82.800	74.800	62.200	93.800	98.800	67.200	62.800	64.400
abr/02	67.700	73.700	90.600	75.400	87.100	85.500	76.800	65.100	98.300	108.200	66.400	63.500	73.000
mai/02	67.800	70.700	90.400	77.200	88.100	87.000	79.600	62.700	96.200	109.800	67.200	64.100	65.600
jun/02	61.400	74.500	86.400	76.000	85.100	93.800	75.600	63.400	91.600	99.000	67.100	64.100	67.300
jul/02	68.500	87.600	98.500	80.100	92.800	97.700	81.700	66.400	101.000	99.700	65.900	71.600	66.400
ago/02	70.000	88.300	92.500	81.100	97.100	101.800	80.900	67.800	103.200	96.800	66.000	73.800	68.600
set/02	76.500	76.500	100.000	82.100	88.400	95.500	80.300	67.700	100.200	94.200	65.700	70.600	73.400
out/02	92.400	85.400	107.900	85.600	94.500	101.600	88.900	70.400	112.300	101.900	66.400	73.400	82.100
nov/02	92.400	83.900	109.500	81.100	89.100	106.200	81.200	65.400	106.700	97.600	67.800	67.500	82.600
dez/02	94.200	84.500	98.100	74.600	90.000	102.400	70.300	57.900	89.100	82.700	73.300	56.800	63.500
jan/03	92.500	81.900	95.000	75.500	83.600	99.400	69.400	59.500	88.900	87.900	68.600	53.500	54.700
fev/03	67.800	68.400	88.300	73.200	82.900	97.300	68.600	61.400	89.100	87.400	65.700	61.700	61.100
mar/03	64.900	80.200	85.600	77.000	85.300	98.000	73.800	63.800	90.800	103.800	73.200	65.400	61.300
abr/03	63.900	79.800	91.600	73.500	88.400	95.300	71.400	65.400	87.000	107.100	72.100	64.200	70.200
mai/03	60.800	80.600	84.900	77.100	89.300	104.200	76.500	66.600	91.300	107.500	73.000	64.800	64.600
jun/03	57.700	76.500	83.100	75.600	88.600	94.800	73.600	63.300	89.400	93.600	73.100	69.300	64.900
jul/03	69.000	82.400	90.300	79.800	89.700	105.000	77.700	72.700	94.500	93.000	76.000	70.900	78.000
ago/03	69.400	80.100	93.100	81.300	88.200	102.900	80.000	71.700	94.000	90.000	74.500	75.400	74.500
set/03	84.000	85.300	98.000	82.600	90.500	104.200	83.900	72.100	102.000	95.000	74.000	75.500	83.000
out/03	95.400	85.400	108.500	84.700	97.500	92.700	88.400	76.300	107.600	102.600	77.200	78.600	87.500
nov/03	93.100	66.400	102.500	81.500	87.900	90.700	83.800	69.400	100.300	95.300	71.500	66.800	88.100
dez/03	97.500	76.900	91.600	79.900	84.600	103.200	75.700	59.900	87.400	86.700	78.000	56.800	66.500

Data	Pernambuco	Bahia	Ceará	M.Gerais	R.Janeiro	ES	S.Paulo	PR	S.Catarina	R.G.Sul	Pará	Goias	Amazonas
jan/04	85.700	82.900	90.400	75.600	84.600	103.300	74.300	63.700	86.600	87.600	74.200	58.000	64.900
fev/04	71.900	78.100	85.800	73.200	83.400	97.100	71.700	65.600	90.000	87.500	72.400	62.000	59.000
mar/04	77.700	89.200	99.000	81.300	93.200	104.900	84.800	73.500	102.000	113.700	78.900	68.700	82.100
abr/04	67.600	84.700	89.000	77.700	89.500	99.700	79.600	70.600	96.900	110.700	74.100	64.700	80.500
mai/04	68.600	90.300	94.600	81.500	94.400	104.800	84.800	66.900	101.800	111.700	79.800	73.900	79.200
jun/04	66.600	93.700	94.100	81.500	94.700	103.700	85.100	63.900	104.700	110.700	76.800	72.300	80.000
jul/04	70.500	87.100	107.400	86.300	94.500	107.200	89.500	76.300	111.400	114.300	80.200	74.300	76.100
ago/04	74.700	86.300	109.800	89.200	97.800	106.200	92.600	86.200	112.300	102.200	76.800	78.500	83.800
set/04	87.200	88.800	118.100	86.200	95.900	102.700	95.300	86.500	113.400	93.100	79.900	84.900	88.300
out/04	99.400	93.200	122.900	89.000	99.100	104.600	92.800	82.200	112.900	104.100	80.000	82.500	92.600
nov/04	95.800	92.200	124.300	86.200	95.800	107.100	91.700	80.300	110.500	97.000	80.500	76.700	101.200
dez/04	97.400	90.100	108.200	80.200	94.000	114.500	83.900	71.700	98.600	87.600	80.100	67.900	76.600
jan/05	91.900	88.200	99.300	81.500	89.700	109.500	79.500	69.600	94.400	86.400	79.500	59.500	70.200
fev/05	75.400	81.300	89.100	75.900	83.300	94.900	74.900	67.800	96.600	85.500	72.700	63.000	73.900
mar/05	77.200	90.100	96.700	85.000	95.800	111.700	85.700	77.900	106.000	105.300	78.400	76.300	94.200
abr/05	66.200	90.400	99.200	83.100	91.600	108.000	84.100	76.900	103.400	107.400	77.900	75.800	99.200
mai/05	68.700	89.800	99.700	83.700	94.400	111.600	90.200	79.700	105.000	111.600	77.300	74.800	99.600
jun/05	66.900	91.900	95.500	88.000	88.900	96.700	91.200	80.200	106.400	108.000	75.400	80.300	106.400
jul/05	71.800	96.400	101.100	89.000	88.000	96.000	90.300	77.300	102.300	104.800	76.800	80.600	85.100
ago/05	77.600	97.900	106.200	91.600	99.600	105.400	96.600	84.300	106.300	105.800	78.100	83.400	93.200
set/05	85.000	94.100	103.300	89.300	100.000	104.900	93.300	85.900	100.500	91.300	78.000	83.400	91.900
out/05	97.300	95.200	107.500	92.700	100.400	111.200	93.100	81.200	106.200	97.800	79.200	83.800	103.700
nov/05	107.900	92.300	115.300	88.400	97.700	110.300	92.200	73.500	107.800	95.000	78.700	77.000	98.700
dez/05	105.700	99.100	99.100	83.400	94.300	111.900	85.900	70.200	94.000	88.900	81.500	74.800	73.400
jan/06	95.100	95.100	108.300	84.500	94.100	116.400	81.100	64.200	96.100	84.200	77.900	64.700	73.100
fev/06	76.000	87.500	96.600	80.800	87.200	98.800	78.500	64.100	95.600	85.000	75.900	66.700	87.000

Data	Pernambuco	Bahia	Ceará	M.Gerais	R.Janeiro	ES	S.Paulo	PR	S.Catarina	R.G.Sul	Pará	Goias	Amazonas
mar/06	79.200	96.300	109.200	89.400	94.200	118.600	91.500	75.600	107.300	104.600	86.200	76.800	102.100
abr/06	71.700	95.700	99.400	83.500	90.500	107.600	84.400	70.300	92.800	96.200	89.700	72.800	90.300
mai/06	70.600	97.800	104.800	91.000	98.000	113.000	95.900	80.100	106.700	108.100	94.000	81.800	93.800
jun/06	71.800	93.100	102.700	87.300	93.800	111.800	92.100	76.900	103.900	100.700	91.800	82.100	85.100
jul/06	75.400	95.000	114.400	91.800	95.700	112.700	94.700	74.500	105.100	101.800	94.900	81.200	84.700
ago/06	78.800	98.700	113.700	96.300	100.100	102.400	100.300	82.600	108.600	101.900	95.500	87.700	93.600
set/06	89.900	97.400	112.800	92.900	95.000	117.400	94.200	73.600	103.400	93.900	95.300	82.700	95.600
out/06	107.900	99.900	118.700	95.200	96.400	117.400	97.600	79.300	108.100	100.300	97.600	85.000	95.600
nov/06	110.400	97.400	120.900	94.300	93.600	115.400	94.500	76.300	107.800	97.500	93.700	80.700	101.100
dez/06	107.000	91.400	104.400	88.700	89.300	115.500	85.100	70.000	92.700	88.400	95.200	74.200	73.500
jan/07	97.900	100.700	103.300	89.600	93.100	113.800	83.300	67.800	98.100	89.400	89.100	72.000	80.700
fev/07	80.600	87.100	97.900	83.400	84.400	102.400	81.300	67.000	98.600	90.000	76.500	66.100	77.300
mar/07	83.000	95.800	106.900	96.700	100.400	113.000	93.800	82.700	109.700	112.600	90.700	78.600	100.000
abr/07	75.500	87.500	100.100	90.800	96.400	105.800	88.000	76.800	100.800	113.100	83.700	71.300	94.700
mai/07	77.500	98.200	111.200	98.400	102.400	110.700	98.600	82.900	114.300	118.500	92.500	80.800	92.300
jun/07	75.500	95.600	105.100	96.800	95.800	108.200	97.800	81.100	109.600	107.100	90.600	76.400	91.600
jul/07	77.000	102.600	109.200	101.500	94.500	117.000	100.800	82.900	111.100	111.200	93.100	82.400	85.200
ago/07	81.100	99.400	112.700	105.800	103.100	131.100	106.100	89.700	115.900	108.600	93.900	89.100	105.700
set/07	88.900	95.100	114.000	98.900	96.800	108.400	102.300	79.900	107.700	94.700	94.400	86.300	96.800
out/07	109.300	103.500	125.900	104.200	108.700	127.700	109.400	94.000	119.200	109.300	96.400	89.400	110.700
nov/07	113.700	99.700	123.400	101.900	100.900	132.000	102.100	82.300	114.400	104.200	96.500	83.700	106.900
dez/07	114.100	99.300	107.600	92.500	96.700	133.100	90.700	76.700	93.800	93.700	96.700	74.700	84.300
jan/08	110.900	100.800	98.900	98.200	102.400	123.900	93.500	81.600	100.800	97.100	91.900	74.800	95.500
fev/08	98.500	97.400	103.900	92.200	93.200	117.900	89.600	78.800	104.600	101.300	87.200	77.200	91.500
mar/08	92.100	95.400	114.200	98.900	100.800	134.600	97.200	87.700	106.600	110.100	94.000	81.500	102.100
abr/08	79.700	99.600	106.400	98.400	93.300	125.200	100.000	88.600	110.100	117.900	89.800	80.600	96.500
mai/08	76.200	103.300	103.300	103.000	100.300	131.400	104.700	91.300	107.600	112.100	95.000	87.200	96.700
jun/08	77.600	94.300	108.200	103.700	101.500	121.300	107.100	90.900	106.800	111.900	91.000	90.800	94.900
jul/08	78.800	102.000	114.800	110.300	103.200	134.800	111.100	97.800	114.200	115.700	97.000	95.500	93.000
ago/08	84.200	105.900	119.200	109.100	101.800	136.500	109.000	92.200	113.500	109.100	105.800	93.100	102.300
set/08	98.900	105.000	117.500	105.900	103.500	124.800	110.200	94.500	114.000	107.900	103.700	88.300	110.700
out/08	112.700	103.200	128.100	104.500	106.500	109.700	111.500	100.600	116.000	109.300	112.400	93.400	112.800
nov/08	111.900	97.100	118.300	87.900	97.300	89.100	99.600	88.300	102.800	91.600	105.100	82.400	98.500
dez/08	107.600	84.600	100.200	69.800	85.000	98.300	78.700	67.500	84.200	77.800	109.300	76.900	77.400

Data	Pernambuco	Bahia	Ceará	M.Gerais	R.Janeiro	ES	S.Paulo	PR	S.Catarina	R.G.Sul	Pará	Goias	Amazonas
jan/09	104.200	82.200	96.000	72.500	83.600	97.900	78.900	66.700	89.400	78.400	103.900	68.600	72.800
fev/09	80.800	87.600	93.500	71.800	74.000	98.900	75.700	69.900	85.200	81.800	93.700	70.400	71.400
mar/09	85.300	92.700	107.000	86.000	88.900	91.200	88.400	83.000	97.000	100.800	101.300	78.900	86.900
abr/09	73.700	75.000	102.900	80.200	87.700	100.500	85.700	79.900	92.200	105.300	97.100	77.700	74.600
mai/09	72.100	87.500	96.900	85.900	93.600	105.000	93.500	79.700	98.600	105.700	96.200	83.600	87.400
jun/09	72.700	95.900	97.400	90.200	91.100	107.900	93.400	76.100	102.800	104.400	96.000	88.200	83.500
jul/09	76.100	89.900	107.300	95.400	95.800	118.700	99.300	84.300	109.800	109.600	103.600	96.100	85.000
ago/09	84.700	99.700	107.200	97.200	95.500	132.200	102.100	86.300	105.900	105.500	104.800	94.900	98.500
set/09	99.000	99.900	112.200	97.200	99.300	127.400	101.700	78.400	108.700	100.200	102.500	93.700	103.300
out/09	113.200	103.100	125.200	101.600	103.700	127.500	106.900	94.200	117.600	106.400	105.700	90.000	112.700
nov/09	118.400	101.500	126.200	95.600	95.200	125.500	102.200	88.200	110.800	102.800	102.300	87.600	109.100
dez/09	113.500	105.300	112.600	88.900	100.000	130.900	94.300	85.100	98.400	98.100	101.200	79.000	81.700
jan/10	103.400	103.100	113.000	88.100	96.900	124.300	89.500	81.100	99.200	93.400	96.000	78.300	98.800
fev/10	98.300	94.400	105.800	87.300	94.100	112.400	89.000	80.600	98.200	88.000	92.800	90.900	88.600
mar/10	104.100	102.200	118.900	100.900	100.500	130.500	102.700	102.200	116.500	113.500	104.900	94.300	123.600
abr/10	88.100	98.200	116.200	96.000	98.800	118.700	98.500	91.200	108.100	111.100	100.700	93.000	101.400
mai/10	87.400	106.800	113.800	101.900	108.000	114.900	103.900	101.000	112.700	109.200	104.900	95.500	102.400
jun/10	85.200	97.700	117.000	98.100	105.400	121.900	103.200	99.600	109.800	111.100	104.900	88.200	102.900
jul/10	85.200	106.000	120.100	102.300	109.900	129.000	107.600	104.200	109.300	117.000	101.300	102.100	99.200
ago/10	88.700	103.700	118.600	104.500	111.400	136.600	112.100	96.000	108.700	108.500	106.200	103.600	107.000
set/10	102.500	98.500	119.900	104.100	106.700	129.000	110.400	98.800	107.900	96.400	96.300	106.100	106.900
out/10	115.200	108.800	118.600	105.300	113.900	128.500	109.500	98.400	112.900	98.900	98.500	104.400	109.400
nov/10	118.700	97.900	118.900	99.900	113.200	119.500	107.200	99.800	113.100	109.500	101.400	96.800	116.800
dez/10	113.400	94.200	101.100	94.000	103.100	115.400	95.800	89.700	103.000	97.100	107.700	85.300	88.600
jan/11	99.200	92.400	94.700	89.300	103.100	118.200	92.500	89.100	101.900	88.900	102.000	77.100	97.100
fev/11	94.200	78.700	100.000	93.400	106.600	112.600	96.000	93.300	102.900	95.600	87.800	88.900	97.500
mar/11	96.600	97.700	102.900	102.300	106.600	125.500	105.500	99.700	112.200	114.000	98.300	87.800	103.500
abr/11	80.900	93.400	92.300	94.900	108.600	119.700	95.400	98.000	98.000	111.400	97.600	83.900	102.900
mai/11	82.400	103.200	98.100	103.600	112.300	121.500	108.100	105.500	101.400	115.000	103.100	99.900	109.900
jun/11	85.700	102.900	95.900	100.900	100.600	118.300	103.900	106.100	101.000	111.100	97.100	104.400	101.800
jul/11	85.700	99.200	94.900	103.200	107.800	113.200	108.000	113.500	100.500	113.700	105.200	108.800	105.000
ago/11	91.000	101.400	103.600	103.500	117.700	111.000	115.900	120.800	107.900	113.500	105.400	104.800	115.700

Data	Pernambuco	Bahia	Ceará	M.Gerais	R.Janeiro	ES	S.Paulo	PR	S.Catarina	R.G.Sul	Pará	Goias	Amazonas
set/11	107.500	96.700	106.500	95.800	111.900	105.300	107.700	108.900	103.100	101.200	102.600	113.300	118.900
out/11	119.500	104.100	109.300	99.900	114.500	109.700	106.700	111.600	103.700	107.100	103.100	103.800	127.900
nov/11	120.100	91.900	109.600	101.600	112.800	106.100	102.700	114.100	103.900	104.300	95.000	106.800	116.800
dez/11	117.100	88.300	95.100	91.000	105.600	101.700	93.400	110.100	93.600	97.300	107.100	95.600	91.800
jan/12	111.300	96.400	91.200	84.400	85.100	104.200	84.900	89.000	90.000	91.400	97.400	62.800	100.400
fev/12	103.500	90.500	90.300	86.300	91.700	97.600	87.900	91.200	97.800	87.600	99.000	70.100	91.300
mar/12	99.100	97.700	100.800	98.200	102.800	104.100	98.700	100.500	105.000	106.200	104.600	82.700	104.700
abr/12	84.500	93.200	89.400	93.600	101.400	94.900	90.000	95.000	95.000	99.600	94.000	89.000	90.700
mai/12	87.200	105.000	97.000	102.500	105.000	91.900	101.700	106.400	104.000	109.400	104.000	118.600	96.100
jun/12	83.400	98.000	91.000	100.100	93.000	100.100	97.300	100.200	97.200	98.600	104.200	113.300	97.400
jul/12	82.500	100.600	99.500	108.000	102.500	106.400	108.000	107.100	103.400	105.500	100.500	121.000	78.200
ago/12	91.000	103.200	104.000	113.100	104.500	105.500	117.100	113.200	107.800	112.100	105.500	129.200	114.400
set/12	102.700	98.800	107.200	105.200	100.000	98.100	107.100	102.200	97.800	95.300	100.500	119.600	111.700
out/12	123.900	106.200	115.600	113.200	110.400	105.400	115.000	109.200	108.100	105.800	101.300	118.900	111.700
nov/12	116.800	105.400	117.900	103.700	104.800	96.000	104.500	100.400	106.900	103.200	95.400	100.000	114.200
dez/12	114.200	105.000	96.200	91.600	98.800	95.800	87.700	85.700	86.900	85.300	93.800	74.700	89.300
jan/13	110.700	108.700	105.100	93.100	104.000	95.700	91.100	88.400	93.600	92.000	96.900	80.200	96.500
fev/13	92.900	95.400	94.600	81.800	93.700	92.100	87.400	85.800	93.700	93.600	90.400	76.900	89.900
mar/13	91.300	103.900	101.400	96.800	105.700	98.000	97.500	98.800	98.800	103.500	95.600	90.300	106.000
abr/13	87.600	108.100	106.000	99.800	103.200	95.300	102.800	107.000	104.300	115.000	91.500	102.100	105.100
mai/13	88.500	113.100	103.800	107.700	105.000	93.500	107.700	108.400	102.900	115.600	95.200	114.300	103.700
jun/13	85.500	109.200	100.400	103.900	95.800	93.300	104.900	102.500	100.500	109.400	94.700	116.400	98.500
jul/13	87.600	116.100	113.700	108.500	106.600	99.400	111.300	111.600	108.100	120.200	100.100	123.400	105.900
ago/13	92.100	111.100	117.900	110.900	101.600	103.100	118.800	117.800	110.000	118.800	99.500	130.200	116.700
set/13	97.400	106.800	119.100	105.800	102.700	102.900	113.300	109.300	103.500	107.800	93.800	123.600	117.600
out/13	121.200	105.000	131.800	112.500	108.700	107.100	114.800	115.300	115.700	119.500	102.500	120.100	123.400
nov/13	117.100	107.800	125.300	101.300	103.900	97.500	105.800	107.300	106.400	109.100	102.300	100.400	123.600
dez/13	120.300	101.000	100.700	86.100	97.900	93.300	83.200	83.700	83.300	86.600	102.700	94.500	94.600
jan/14	116.200	100.400	100.600	89.200	102.600	91.000	86.000	91.500	91.800	94.600	100.300	75.700	106.200
fev/14	98.800	94.600	101.700	90.300	96.000	82.600	88.500	94.800	96.200	98.900	86.900	80.800	109.900
mar/14	102.200	106.400	100.600	96.400	101.400	91.300	92.600	95.800	102.500	105.400	93.500	84.100	113.400
abr/14	90.200	106.900	100.500	93.100	95.700	92.000	93.800	93.200	97.000	103.000	92.500	100.300	105.200

Data	Pernambuco	Bahia	Ceará	M.Gerais	R.Janeiro	ES	S.Paulo	PR	S.Catarina	R.G.Sul	Pará	Goias	Amazonas
mai/14	90.100	104.100	103.400	102.200	95.400	87.200	104.000	102.900	102.700	107.200	99.300	124.300	96.700
jun/14	79.300	95.200	93.400	95.800	96.300	91.300	98.800	88.000	92.700	95.800	93.900	128.700	81.300
jul/14	83.800	108.300	111.200	102.900	104.000	103.100	104.600	104.800	105.700	107.300	101.700	132.800	101.800
ago/14	91.000	103.700	115.500	103.400	98.600	104.800	108.700	105.900	102.900	110.800	97.800	145.600	102.600
set/14	104.700	108.400	119.200	105.100	91.200	105.700	105.500	101.300	105.500	109.600	95.200	138.800	109.700
out/14	114.300	114.700	120.400	106.700	98.600	102.700	108.800	107.200	111.900	114.100	98.600	135.900	111.200
nov/14	114.600	107.800	116.900	95.100	98.500	95.100	94.100	99.500	100.700	102.500	96.900	113.700	102.000
dez/14	110.900	99.000	102.300	81.100	93.900	83.400	76.600	87.600	80.900	86.500	99.200	89.200	89.800
jan/15	120.500	88.300	95.500	85.800	95.200	93.000	81.000	81.500	85.900	81.300	95.500	73.900	94.000
fev/15	101.600	71.700	92.200	78.900	78.700	90.600	80.600	81.000	85.900	82.400	86.800	77.500	87.400
mar/15	101.400	103.300	97.300	86.800	90.700	95.900	89.700	91.100	98.800	101.300	97.200	92.600	90.600
abr/15	83.100	92.300	85.700	82.700	88.800	96.000	83.200	91.100	90.400	94.800	95.300	100.800	84.200
mai/15	79.600	98.900	89.300	91.400	90.400	97.000	89.600	92.800	92.500	94.100	95.100	122.900	82.600
jun/15	78.500	99.500	93.000	88.500	89.400	98.900	89.700	93.600	93.000	88.400	94.200	126.400	80.300
jul/15	81.800	110.300	95.700	92.000	91.400	105.500	91.600	92.600	95.400	102.100	96.100	135.700	81.400
ago/15	84.800	107.900	103.100	96.800	91.900	93.100	94.900	93.200	95.200	96.900	93.200	142.000	87.700
set/15	97.200	98.400	105.300	90.000	78.700	95.400	90.900	93.600	93.300	88.000	88.700	133.400	94.500
out/15	109.500	104.200	110.500	95.900	83.200	100.600	94.700	91.800	99.700	95.200	92.300	125.500	87.500
nov/15	113.500	93.600	104.400	82.200	83.400	96.100	81.600	82.900	95.800	89.200	89.300	102.600	80.700