A política monetária nos governos Lula e Dilma

José Alderir da Silva

Resumo

Este artigo busca analisar a política monetária da economia brasileira durante os governos Lula e Dilma, destacando seu impacto sobre o crescimento econômico, além de sua subordinação ao sistema de metas de inflação. Portanto, até que ponto a política monetária contribuiu para o crescimento da economia brasileira no período 2003-2014? Parte-se da hipótese que o principal objetivo da política monetária foi o de manter a inflação sobre controle embora tenha ocorrido algumas medidas monetárias para gerar crescimento econômico. A metodologia consiste em uma análise descritiva dos dados. Essa análise permitiu observar que a política monetária no primeiro governo Lula teve por objetivo principal manter a estabilidade da economia brasileira, restringindo sua ação para promover o crescimento econômico. Contudo, no período 2007-2010 as taxas de juros foram flexibilizadas, sobretudo durante a crise de 2008-2009, contribuindo com o crescimento da economia. No entanto, com a inflação próxima do teto da meta, o início do governo Dilma foi caracterizado por uma estratégica gradualista de aumento da taxa de juros e por medidas macroprudenciais na tentativa de reduzir a inflação sem gerar impactos sobre o crescimento.

Palavras-chave: Metas de inflação; Taxa de juros, Crédito.

Abstract

This paper aims to analyze a monetary policy of the Brazilian economy during the Lula and Dilma governments, highlighting its impact on economic growth, besides its subordination to the system of inflation targets. So, to what extent does a monetary policy contribute to the growth of the Brazilian economy in the period 2003-2014? It is hypothesized that the main objective of monetary policy was to maintain inflation over control of ownership of other monetary measures to generate economic growth. The methodology consists of a descriptive analysis of the data. This analysis allowed to observe that a monetary policy in the first government. However, in the period 2007-2010 as interest rates were relaxed, especially during a crisis of 2008-2009, contributing to the growth of the economy. However, with inflation close to the target, the beginning of the Dilma government was characterized by a gradual strategy of raising interest rates and macro-prudential measures in an attempt to reduce inflation without generating any impact on growth.

Key words: Targets inflation; Interest rate, Credit.

Introdução

O fim dos anos 1990 foi marcado por um cenário externo bastante adverso. Os Estados Unidos reduziu seu ritmo de crescimento que vinha forte desde o início da década. A Argentina passou por momentos de crise em relação à paridade cambial e com a queda do Presidente Fernando de la Rúa, a variação do câmbio tornou-se insustentável, sendo decretada a moratória da dívida externa. Além disso, havia certas incertezas quanto à continuidade do crescimento da China, grande importador do Brasil. Esses aspectos tiveram grandes consequências negativas para a economia do país, no que diz respeito às exportações e importações.

Com o período das eleições presidenciais, no ano de 2002, o mercado financeiro interno e externo temia a eleição do candidato Luís Inácio Lula da Silva. Havia incertezas quanto ao futuro da política econômica do país, mesmo depois de Lula ter incorporado à sua chapa eleitoral o então senador e empresário José Alencar, e de se comprometer formalmente com a estabilidade econômica, com o controle da inflação e de "honrar os contratos" com os fundos externos e internos[1].

A aversão ao risco e a contração de liquidez, verificados nos anos anteriores a eleição, combinados com o grau de abertura comercial e financeiro da economia brasileira, proporcionaram fortes especulações sobre a moeda doméstica, levando a uma corrida pelo dólar no ano eleitoral (FARHI, 2006).

Esse quadro de desconfiança contribuiu para afugentar os investidores externos, desvalorizando o câmbio, que à véspera das eleições atingira o patamar próximo dos R$/US$ 3,80 (no início de 2002 era R$/US$ 2,32) e um elevado risco-país[2], com cerca de 2.400 pontos-base (no início de 2002 era 700 pontos), além disso, havia a expectativa de alta da inflação para o ano de 2003.

Nesse ambiente de desconfiança, Lula é eleito Presidente da República nas eleições de 2002. No ano seguinte, a formação de sua equipe econômica teve um caráter estratégico para aliviar os "ânimos" dos sistemas financeiros e mostrar que os compromissos declarados seriam cumpridos. O exemplo disso foi a escolha de Henrique Meirelles, ex-presidente mundial do *Bank Boston*, para a Presidência do Banco Central do Brasil. E a escolha de Antônio Palocci, considerado da ala *light* do PT, para Ministro da Fazenda.

[1] Havia o temor, por parte dos agentes econômicos, do Partido dos Trabalhadores (PT) colocar em prática ações que foram defendidas por seus membros e simpatizantes, como a moratória da dívida externa.
[2] Indicador que sinaliza para os investidores estrangeiros o risco de se aplicar no país.

O aprofundamento da política econômica do governo anterior (desde 1999), baseado no tripé com metas de superávit primário, para garantir a solvência do setor público, metas de inflação e câmbio flutuante, foi o passo fundamental para assegurar a credibilidade do governo junto ao sistema financeiro.

No início do primeiro mandato, em 2003, o governo Lula se deparou com algumas situações que precisavam ser revertidas de forma urgente, tais como: baixar a inflação, que estava em torno de 12,5% no ano anterior[3] pressionada pela maxidesvalorização de 2002, reduzir a dívida pública total líquida (que estava em torno de 52% do Produto Interno Bruto - PIB) e aumentar as reservas internacionais, que em 2002 somavam US$ 37,8 bilhões, incluídos os US$ 20,8 bilhões emprestados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

Esses problemas requeriam medidas que seriam de extrema importância para eliminar as incertezas dos sistemas financeiros e do próprio FMI, uma vez que existiam dúvidas sobre qual seria a política econômica do governo Lula.

Contudo, ambas as políticas não foram apenas mantidas como aprofundadas nesse governo, com o conservadorismo das autoridades monetárias e depois de sucessivos aumentos da taxa de juros, a taxa de câmbio estava próxima dos R$/US$ 2,00 em meados de 2003 e o risco-país em menos de 800 pontos-base no mesmo período, assegurando a credibilidade para os agentes financeiros. Em 2004 a economia melhora significativamente, apresentando crescimento do PIB (5,7%) redução da taxa de desemprego (passou de 10,9% em 2003 para 9,6% em 2004), além de apresentar redução da dívida pública interna e externa.

Nos anos seguintes (2005-2010) a política monetária teve desempenho notável. As metas de inflação foram alcançadas em praticamente todo o período do governo Lula. Apenas no início do seu mandato, em 2003, a meta não foi atingida devido à desvalorização cambial de 2002, resquício ainda do período das eleições presidenciais. Em 2002 e 2004 a meta só foi alcançada depois de ser reajustada. A política monetária ao mesmo tempo em que elevou a taxa de juros para controlar a inflação expandiu o crédito e, portanto aumentando o consumo, de modo que essa expansão do crédito permitiu questionar a variação da taxa de juros como um indicador suficiente da política monetária. Neste aspecto, o governo encontrou formas de realizar a política monetária expansionista, independentemente do movimento da taxa de juros. A participação do crédito no PIB que estava um pouco acima de 20% em 2002, seguiu uma trajetória crescente alcançando mais de 31% em 2006. Trajetória que permaneceu mesmo durante a crise financeira de 2008-09, cujos valores correspondiam a 41% e 44% do PIB,

[3] Medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA).

alcançando 46% em 2010. Os bancos públicos por serem bem estruturados e competitivos, contribuíram para essa ampliação do crédito, sobretudo, durante a crise de 2008-2009, reduzindo o *spread* bancário.

Semelhante ao governo Lula, o governo Dilma (2011-2014) pode ser caracterizado por um dilema comum a economia brasileira: evitar que a inflação não ultrapasse o teto da meta e ao mesmo tempo alavancar o crescimento econômico. Nesta perspectiva, o governo passou a utilizar uma estratégica gradualista de aumento da taxa de juros e de medidas macroprudenciais. Quando observou que o efeito dessas medidas foi mais forte sobre o crescimento do que sobre a inflação, o governo passou a reduzir a taxa de juros sistematicamente, mas a inflação não permitiu a queda da taxa de juros por muito tempo. No final de 2014, com o crescimento da economia estagnado, o governo voltou à política gradualista de aumento dos juros e alterou as regras do compulsório na tentativa de estimular o crédito e, consequentemente a demanda agregada. Isto é, voltou-se à política monetária do governo anterior, taxas de juros elevadas com expansão de crédito.

Diante disso, este *paper* tem por objetivo analisar a evolução da política monetária ao longo dos governos Lula (2003-2010) e Dilma (2011-2014), destacando sua inflexão na segunda metade da década, através dos indicadores como o regime de metas de inflação, a taxa de juros, crédito e *spread* bancário.

A metodologia deste trabalho consiste de uma análise descritiva a partir de dados secundários do Banco Central do Brasil – BCB- (2017) e do Ipeadata (2017). Portanto, os dados utilizados neste trabalho têm como fontes o BCB e o Ipeadata, sendo desnecessária a citação destas fontes ao longo do texto.

O artigo está dividido em mais três seções, além desta introdução. A análise da inflação e da política de juros pelo banco central encontra-se na primeira seção. Na seção seguinte é destacada a expansão do crédito e a variação do *spread* bancário. E por fim, as considerações finais.

Metas de inflação e taxa de juros

Diante da situação adversa apresentada nos primeiros meses do governo Lula descrita na introdução, algumas medidas foram tomadas para reverter esse quadro. Em fevereiro de 2003, em resposta ao cenário desfavorável, o Banco Central eleva a taxa de juros SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) e, por conseguinte, a taxa de juros real para conter a desvalorização do câmbio e seus efeitos inflacionários. Isto era necessário, segundo

as autoridades do governo, devido tanto ao aumento da inflação, que já havia passado dos 12% superando a meta de 6,5%, quanto ao ambiente de incerteza da política econômica do país e, portanto, era visto como a única forma de passar credibilidade para o FMI e para os investidores, reafirmando o compromisso com as políticas ortodoxas: a estabilidade dos preços e a "responsabilidade" com as contas públicas (BARBOSA & SOUZA, 2010).

Contudo, o aumento da taxa de juros não foi suficiente para colocar a inflação dentro da meta estabelecida pelo governo. Mas, em 2004, com a valorização média de 4,95% na taxa de câmbio, a inflação entrou em processo de queda e o Banco Central encontrou espaço para reduzir gradualmente a taxa SELIC e a taxa de juros real, atingindo em julho as taxas de 16,00% e 4,58% respectivamente. A queda da taxa de juros real aumentou o consumo e a economia começou a crescer (a taxa de crescimento chegou a 5,7% e a média da inflação ficou apenas 0,4% abaixo do limite superior da meta). O impacto da velocidade de recuperação da economia brasileira sobre os preços preocupou as autoridades monetárias que, receosos com a expectativa de aumento da inflação, voltou a modificar a taxa SELIC e a taxa de juros real, em setembro de 2004, para 16,25% e 11,59% respectivamente[4].

Os impactos dessas decisões foram sentidos na taxa de câmbio e no crescimento do PIB em 2005. O progressivo aumento das taxas de juros (a taxa média de juros real ficou em 12,72%) contribuiu para a forte valorização do câmbio, uma média[5] de 16,77% (Tabela 1), que manteve a inflação dentro do intervalo em torno da meta (5,7%). Todavia, gerou a desaceleração do crescimento das exportações e do investimento e, consequentemente do PIB, que fechou o ano com o crescimento de 3,2%. Não obstante, a forte valorização do câmbio não gerou efeitos maiores nas exportações líquidas e, assim, na demanda agregada, devido ao baixo crescimento do PIB ter reduzido o crescimento das importações.

Por sua vez, a inflação no período 2006-2007 caiu tanto devido à valorização do câmbio, como também pela queda dos preços agrícolas, corte dos impostos indiretos sobre alguns alimentos, bem como pela redução da CIDE[6] sobre alguns tipos de combustíveis, proposta pelo novo Ministro da Fazenda Guido Mantega[7]. Dessa forma, a taxa básica de juros

[4] Vide dados do Banco Central (2017), seção Indicadores Econômicos Consolidados.
[5] Média simples dos dados mensais para os 12 meses do respectivo ano.
[6] Contribuição sobre Intervenção no Domínio Econômico.
[7] Depois da confirmação do Ministério Público e da Polícia Civil de São Paulo sobre algumas irregularidades da gestão de Palocci como prefeito de Ribeirão Preto (SP), o Presidente Lula resolve exonerar o ministro em meados de 2006.

real pôde ser reduzida. No final de 2007 a taxa SELIC era de 11,25% e a taxa de juros real era de 1,25% (a média desta última ficou em 7,25%)[8].

Em meados de 2008 a inflação voltou a crescer, fechando o ano com uma taxa próxima do limite superior da meta, ou seja, de 6,5%. Nesse mesmo ano, o Brasil foi impactado pela crise financeira internacional e consequentemente a taxa de juros passou por sucessivos aumentos na tentativa de conter a fuga dos capitais, cuja prioridade estava em evitar fortes desvalorizações cambiais e seus efeitos inflacionários.

No final de 2008, a taxa SELIC era de 13,75% e a taxa de juros real era de 10,58%. Em meados de 2009 o Banco Central resolveu reduzir a taxa de juros, mesmo com a desvalorização do câmbio atingindo uma média de 8,89% no ano, iniciando um novo ciclo de queda (em dezembro a taxa SELIC passa para 8,75% e a taxa de juros real para 4,39%). A prioridade mudou conforme as ameaças de crise e de desemprego se tornaram mais fortes, houve expansão do crédito e, portanto, evitou uma queda mais acentuada do consumo, porém, não o suficiente para evitar a queda drástica da taxa de crescimento da demanda agregada que passou de 4,88% em 2008 para 1,83% em 2009 durante a crise. No final de 2009 a taxa de juros real média era de 5,60% e a taxa de desemprego se manteve em 6,8% do ano anterior.

TABELA 1: Inflação, taxa de Juros, taxa de Desemprego, taxa de crescimento do PIB e variação da taxa de Câmbio Nominal (%): Brasil, 1999-2010*.

Ano	Taxa de Inflação efetiva IPCA	Taxa de Juros nominal média	Selic fim de período	Taxa de Juros real média	Taxa de variação média do Câmbio nominal	Taxa de Desemprego	Taxa de crescimento do PIB
1999	8,94	24,76	19,00	14,52	56,37	-	-0,25
2000	5,97	17,61	15,75	10,98	0,85	-	4,31
2001	7,67	17,44	19,00	9,07	28,42	-	1,31
2002	12,53	19,22	25,00	5,94	24,28	10,5	2,66
2003	9,30	23,53	16,50	13,02	5,38	10,9	1,15
2004	7,60	16,38	17,75	8,16	-4,95	9,6	5,71
2005	5,69	19,13	18,00	12,72	-16,77	8,3	3,16
2006	3,14	15,33	13,25	11,82	-10,64	8,4	3,96
2007	4,46	12,05	11,25	7,25	-10,49	7,4	6,09
2008	5,90	12,45	13,75	6,18	-5,82	6,8	5,17
2009	4,31	10,15	8,75	5,60	8,89	6,8	-0,33
2010	5,91	9,89	10,75	3,76	-11,88	5,3	7,53
2011	6,50	11,76	11,00	4,94	-4,85	4,7	2,73
2012	5,84	8,63	7,25	2,64	16,69	4,6	1,03

[8] A taxa de juros real efetiva pode ser encontrada pela diferença entre a taxa de juros nominal e a taxa de inflação efetiva. Por outro lado, Irving Fisher definiu a taxa de juros real esperada pela diferença entre a taxa de juros nominal e a taxa de inflação esperada.

2013	5,91	8,29	10,00	2,25	10,39	4,3	2,49
2014**	6,50	10,82	11,00	4,06	5,97	4,9	0,46

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2017).
*Embora o período de análise deste trabalho começa em 2003, a tabela 1 apresenta dados desde 1999 para permitir uma comparação com o governo anterior. Além dessa observação, vale a pena mencionar que a Carta Aberta, de 21/01/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004. A partir de 2005 o COPOM estabeleceu metas de inflação de 4,5% com intervalos de tolerância de 2,5% para esse ano e nos demais, de 2%.

Em 2010, ocorreu uma nova inflexão da taxa SELIC para 9,5%, caracterizado como um novo ciclo de alta que terminou apenas no governo Dilma. Contudo, a taxa de juros real não seguiu a mesma tendência. Esta iniciou seu ciclo de alta em março de 2010 tendo fim em setembro do mesmo ano, atingindo uma taxa média[9] de 3,76%.

Contudo, a política monetária tornou-se um pouco mais flexível de 2006 em diante, conforme se observa na Tabela 1. O Banco Central passou a não reagir da forma como vinha ocorrendo ao aumento da inflação. Mesmo com a desvalorização da taxa de câmbio em 2008-2009, o Banco Central permitiu que os juros reais continuassem (apesar de algumas inflexões em 2008) em queda. Ou seja, como a taxa de juros nominal estava sendo gradativamente reduzida e a inflação em alta, o resultado foi taxa de juros reais menores. Em 2006, a taxa média de inflação foi de 3,14% e a média da taxa de juros real de 11,82%. Em 2010, a primeira estava em 5,91% e a segunda em 3,76%. A prova desta mudança pode ser vista pela Tabela 1, quando em 2005 a média da taxa de inflação era de 5,69% e o Banco Central aumentou a taxa de juros real, cuja média ficou em 12,72%. O mesmo não ocorreu em 2008, quando a taxa média de inflação era de 5,9% e a média da taxa de juros reais foi reduzida para 6,18%. Essa mudança na ação do Banco Central aliada com os programas de investimento do governo, como o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), expansão dos programas sociais (como o Programa Bolsa Família) e o crescimento do setor de serviços contribuíram, em certa medida, para reduzir a taxa de desemprego no período 2006-2010. A taxa de desemprego que estava em 8,4% em 2006 chegou a 5,3% no final de 2010, uma queda na taxa de desemprego de quase 3,1 p.p. em quatro anos.

O segundo governo Lula conseguiu um espaço maior de manobra dentro do próprio sistema de metas de inflação para realizar uma política monetária um pouco mais expansionista em relação ao primeiro governo, uma vez que apesar de a inflação ter aumentado, ela sempre esteve dentro do intervalo em torno da meta estabelecida (de 4,5%) pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), sendo possível reduzir os juros reais e a taxa de

[9] Média influenciada pelas baixas taxas apresentadas nos meses de outubro e novembro (0,72% e -0,24% respectivamente), período que ocorreu as eleições presidenciais.

desemprego. A meta de inflação em 4,5% permitiu o Banco Central flexibilizar a política monetária.

Conforme pode ser observado, o cumprimento das metas de inflação teve por consequência uma elevada taxa de juros (embora tenha sido reduzida consideravelmente no segundo governo), que segundo a ortodoxia[10] é necessária para o controle da inflação de demanda. Em um regime de metas de inflação, é esperado o uso da taxa básica de juros para alcançar a meta.

Contudo, a taxa de câmbio impacta diretamente uma parte significativa dos bens que compõem o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), como por exemplo, os preços administrados e os preços dos bens comercializáveis que representam juntos quase 70% deste índice[11] (SERRANO, 2010; LOPES, 2011).

Assim, a inflação não ocorre apenas pelo aquecimento da demanda agregada, mas está associada, sobretudo, a pressões de custos. A variação da taxa de câmbio tem impactos diretos e indiretos sobre os preços da economia, o que provoca a variação dos custos e, portanto, dos preços. Vários autores mostram que o canal do câmbio tem sido significativamente mais importante para o controle da inflação que um eventual controle da demanda agregada (CARDOSO & VIEIRA, 2004; KREGEL, 2004; FERREIRA & JAIME JR, 2005; NOGUEIRA JR., 2007; BRAGA, 2011; BASTOS, 2011).

Segundo Bastos (2011), este fato revela que mesmo depois do fim da âncora cambial em 1999, a taxa de câmbio continuou sendo utilizada como instrumento indireto no controle da inflação, ainda que num contexto de maior flexibilidade dada pelo câmbio flutuante, através do diferencial entre os juros interno e externo.

Entretanto, observa-se que as altas das taxas de juros no segundo governo Lula foram cada vez menores[12]. Isto foi causado, principalmente, pela melhora nos indicadores macroeconômicos e pela situação externa favorável. Dado a baixa taxa de juros externa e a abundância de liquidez internacional num ambiente de poucos riscos, não foi necessário aumentar tanto a taxa de juros no Brasil para conter a inflação.

Confirmada a rápida recuperação da economia brasileira diante das medidas anticíclicas de 2009, o Banco Central iniciou um novo ciclo de aumento da taxa de juros depois de abril de 2010 quando a inflação começou a aumentar, cujas razões encontraram-se,

[10] Taylor (1999).
[11] Em Martinez e Cerqueira (2011) é realizada uma análise com os determinantes e a decomposição do IPCA.
[12] Contudo, os dados do Banco Mundial (2017) mostram que a taxa de juros real do Brasil ainda é recordista no mundo, no final de 2014 o país apresentava a quarta maior taxa de juros do mundo, ficando atrás apenas da Rússia, Argentina e Venezuela.

sobretudo, no rápido crescimento das *commodities* importadas e exportadas pelo Brasil[13]. A Selic, apesar de algumas inflexões, apresentou uma tendência de alta nesse ciclo, passando de 8,5% em abril de 2010 para 12,5% em julho de 2011. Assim, uma das principais preocupações do início do governo Dilma, foi o de conter essa trajetória crescente da inflação que em março de 2011, apresentava uma taxa de 6,5%, isto é, igual ao teto da meta.

Diversos fatores internos e externos podem explicar essa alta dos preços. Os primeiros estão relacionados com efeitos sazonais dos alimentos *in natura* e aos reajustes de diversos preços administrados da economia, como tarifas escolares e de transportes públicos. Os fatores externos, por sua vez, se devem a elevação dos preços das *commodities*. Contudo, a demanda também teve influência. Com o crescimento da renda, sobretudo, em 2010 ocorreu uma maior demanda por serviços, dada a alta elasticidade renda deste setor e por se caracterizarem em sua grande parte por serem *non-tradables*, esse aumento da demanda se refletiu na elevação de preços.

Diante desses aspectos, o governo Dilma resolveu aplicar uma estratégica gradualista de aumento da taxa de juros, além de uma série de medidas macroprudenciais que tinha por objetivo controlar a inflação via contenção do crédito. Entre essas medias se pode enumerar: i) aumento do montante de depósitos compulsórios dos bancos comerciais, que havia sido reduzido durante a crise 2008-2009; ii) elevação do Fator de Ponderação de Risco (FPR), de 100% para 150% nas operações de crédito com prazos superiores a 24 meses, ou seja, aumento do capital mínimo para diversos empréstimos ao consumidor de prazos mais longos e baixo valor de pagamento de entrada, como o financiamento de automóveis, que desestimule esse tipo de crédito; iii) aumento de percentual mínimo para pagamento de saldos de cartões de crédito; iv) elevação dos impostos sobre operações financeira para o crédito ao consumidor em geral (vide PRATES & CUNHA, 2014).

No entanto, as empresas e os bancos expandiram a captação de empréstimos de curto prazo no exterior. Isso se deve à elevada taxa de juros interna em relação à externa, que de certa forma estava prejudicando a tentativa de contenção do crédito por parte do governo. Assim, o governo resolveu aumentar a cobrança do Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) de 5,38% para 6% sobre os empréstimos no exterior com duração inferior a dois anos.

Entretanto, essas medidas tiveram impacto maior sobre o PIB do que sobre a inflação. Primeiro, porque ao utilizar as medidas macroprudenciais ao invés de aumentos na taxa de juros, acabou eliminando o mecanismo de controle inflacionário no Brasil que opera através

[13] Sobre este efeito inflacionário, vide Serrano (2013).

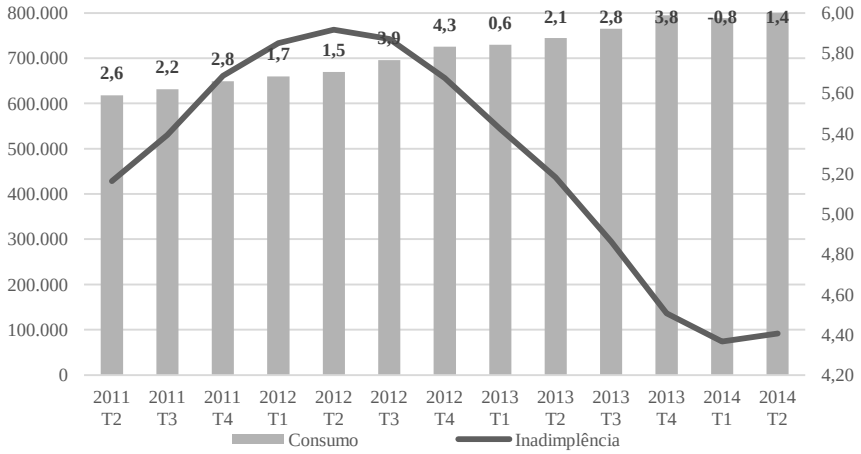
da apreciação cambial provocada pelo diferencial de juros interno e externo. Segundo, essas políticas afetaram o consumo de forma significativa, além de aumentar a taxa de inadimplência (figura 1).

Ao perceber o efeito negativo das medidas macroprudênciais e a mudança do cenário externo, o Banco Central começou a reduzir rapidamente a taxa de juros, iniciando um novo ciclo de queda da taxa de juros em setembro de 2011.

Não obstante, a remuneração fixa da poupança poderia ser um empecilho à queda da taxa Selic. Como os fundos de investimentos e títulos públicos estão indexados à Selic, quanto menor esta, menor sua remuneração. Assim, a queda da Selic poderia tornar a poupança mais atraente que estas aplicações indexadas a ela e, portanto, ocorrendo uma debandada em direção a poupança.

Dentro desse contexto, o governo teria problemas para financiar a dívida pública. Além disso, como 65% da poupança são destinados ao crédito imobiliário, parte da poupança poderia ficar com esse setor e, assim, comprometendo a estabilidade macroeconômica e sendo um entrave a queda contínua da taxa de juros.

Figura 1 - Taxa de Inadimplência (pessoa física), consumo e taxa de crescimento do consumo: 2011.2-2014.2



Fonte: Ipeadata (2017).

Desse modo, para que a taxa de juros continuasse a cair, era preciso alterar o rendimento da poupança. A nova regra da poupança passou a operar em 4 de maio de 2012, tornando o rendimento da poupança variável de acordo com a taxa Selic[14].

[14] Se a Selic estiver acima de 8,5%, a remuneração da poupança é tomada da mesma forma que antes, ou seja, sem levar em consideração a Selic. Nesse caso, o rendimento da poupança será igual à soma de 6,17% a.a. à

Essa manobra do governo, além de permitir a queda da taxa de juros, reduziu o custo de tomada de recursos pelos bancos comerciais e, desse modo, diminuindo o *spread* bancário (diferença entre o custo de captação de recursos pelos bancos e as taxas cobradas dos clientes). Os bancos públicos ao baixarem seus *spreads* bancários, forçaram os bancos comerciais, por meio da concorrência, a fazerem o mesmo.

Além de manter a fórmula do reajuste do salário mínimo, gerando um aumento real do salário mínimo próximo de 9% nos dois primeiros trimestres de 2012, o governo passou a reduzir temporariamente os impostos indiretos para estimular o consumo de bens duráveis.

Essas medidas de estímulos ao consumo não geraram nos dois primeiros trimestres de 2012 efeitos expressivos, uma vez que o efeito de uma redução da taxa de juros após um ciclo de alta é o aumento da inadimplência e o pagamento das dívidas pelos consumidores. Porém, nos dois trimestres seguintes, dada a queda da inadimplência, o consumo cresceu cerca de 3,9% e 4,3% respectivamente (Figura 1).

Não obstante, a diferença entre as taxas de juros interna e externa contribuiu para a apreciação da taxa de câmbio real efetiva (indicador de competitividade) em praticamente todo o governo Lula, conforme se observa na tabela 1. Essa apreciação cambial crescente tem prejudicado a indústria, gerando em certa medida a substituição de parte da produção doméstica por bens e insumos importados[15].

Assim, devido ao problema de caráter estrutural da economia brasileira, é de extrema importância mencionar que a forma que a inflação está sendo controlada, isto é, através de elevadas taxas de juros (aliada à baixa produtividade da indústria brasileira, infraestrutura precária, falta de logística entre outros fatores que reduzem a competitividade do país[16]) tende a deteriorar o saldo da conta corrente, uma vez que o diferencial de juros tende a provocar (na ausência de controles de capitais) a apreciação do câmbio reduzindo as exportações e a aumentando as importações (o câmbio apreciado torna as exportações mais caras e as importações mais baratas), provocando a queda do saldo da conta corrente e, portanto, podendo gerar problemas de solvência a médio e longo prazos[17].

Em meados de 2012, o governo Dilma ao perceber os efeitos negativos sobre a indústria e consequentemente, sobre o crescimento da economia, passou a desvalorizar a taxa

Taxa de Referencial (6,17% + TR). Por outro lado, se a Selic estiver abaixo de 8,5%, os rendimentos da poupança serão iguais a 70% da Selic mais a Taxa de Referência (70% da Selic + TR).

[15] Vide Silva (2014).

[16] Vide estudo do Ipea (2012).

[17] O Passivo Externo Líquido, por exemplo, estava em aproximadamente US$ 230 bilhões em dezembro de 2002, e cresceu para US$ 885 bilhões em dezembro de 2010.

de câmbio mesmo com a inflação elevada. A consequência foi que a inflação acumulada chegou ao teto da meta (6,5%) no segundo semestre de 2014.

Portanto, para evitar que o crescimento da economia brasileira esbarre na restrição externa, além de tentar aumentar a elasticidade renda da demanda por exportações e reduzir a das importações, o governo deve utilizar novas formas de controle da inflação que não seja o câmbio, como por exemplo, a redução do grau de indexação dos serviços públicos, utilizar instrumentos fiscais para reduzir o custo de produção e, portanto os preços domésticos, maior controle na entrada de capitais especulativos e/ou uma taxa de juros próximo da média mundial. E ao mesmo tempo, promover políticas no sentido de remover os gargalos da economia que levem a um aumento da produtividade superior à média internacional. Do contrário, a expansão da demanda agregada tenderá a esbarrar na restrição da disponibilidade de divisas.

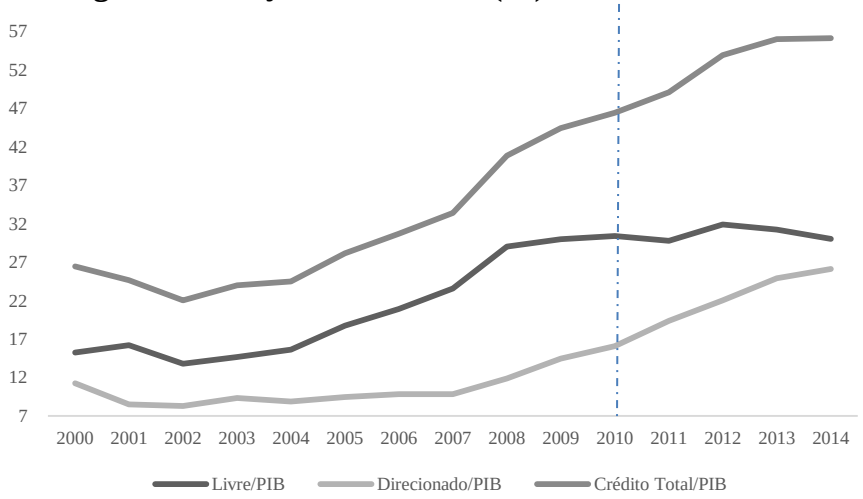
Contudo, no se pode caracterizar a política monetária como expansionista ou contracionista olhando apenas a taxa de juros, mas é preciso considerar a evolução do crédito no período em análise. Esse é o objetivo da próxima seção.

Crédito e crescimento

O crédito é o instrumento através do qual os agentes antecipam o seu consumo e os investimentos para o presente. Constitui um dos principais instrumentos de variação do crescimento da demanda agregada e, portanto, da economia. Os principais ofertantes são os bancos privados e públicos.

Sua evolução no Brasil apresenta uma trajetória de elevado crescimento durante todo o período 2003-2011. E de estagnação entre 2012-2014. Em 2002 a participação do crédito no PIB era de 22%, essa mesma relação no final de 2011 estava em torno de 54% (crescimento de quase 145%). Em 2013 e 2014 a participação do crédito no PIB ficou estagnada em 56% (Figura 2).

Figura 2: Relação Crédito/PIB (%): Brasil, 2000-2014.



Fonte: BCB (2017).

Estes montantes de expansão creditícia permitem inclusive questionar se o movimento de taxa de juros (mesmo real) é um bom indicador do sentido impresso pela política monetária. Esses indicadores podem ser vistos como uma forma que o governo encontrou para realizar uma política monetária expansionista, independentemente da variação da taxa de juros, tornando a política monetária claramente expansionista no governo Lula.

Assim, a política monetária brasileira possui características contrárias, ou seja, ao mesmo tempo em que o COPOM aumenta a taxa de juros real para conter o consumo e, portanto, a demanda agregada de modo que a inflação convirja pra meta, outras políticas são implementadas para aumentar o crédito com o intuito de aumentar os gastos em consumo e, assim, gerando pressões de crescimento da inflação. Como pode ser observado na Tabela 1, o resultado líquido das medidas adotadas de 2006 em diante se traduziram no aumento da inflação.

Os fatores responsáveis por essa *performance* foi o maior crescimento da renda, aumento do emprego formal, redução das taxas reais de juros no período 2006-2010 (apesar de continuarem elevadas), redução dos *spreads* bancários e maior estabilidade das variáveis macroeconômicas, como a taxa de câmbio. O aumento do volume de crédito ocorre a partir de 2004, quando a relativa melhora da economia brasileira acirrou a concorrência entre os bancos numa tentativa de obter maiores fatias de mercado e através da expansão das carteiras de créditos dos bancos estatais, sobretudo, quando os bancos privados restringiram o crédito diante do maior endividamento das famílias, caracterizando um novo ciclo expansivo de crédito interno.

Os bancos passaram a adquirir agências financeiras, a realizar parcerias com redes de lojas varejistas, a aumentar o prazo de pagamentos (uma forma de compensar os juros altos), a oferecer novas modalidades de empréstimos (como o consignado), e expandiram suas redes de correspondentes bancários[18]. Além disso, alguns estabelecimentos comerciais passaram a oferecer serviços ditos bancários (por exemplo, as farmácias). Diante dessas medidas e do desempenho da economia brasileira, as altas taxas de juros parecem ter tido relativamente pouco impacto sobre o volume das operações de créditos (FARHI, 2006). No governo Dilma, o crédito total mantém o crescimento até 2012, impulsionado pelo crescimento do crédito direcionado, mas fica estagnado nos dois anos seguintes. Fato que pode ser explicado pelas medidas macroprudenciais de contenção do crédito mencionadas na seção anterior.

No último ano do governo Dilma, dada a estagnação do crescimento da economia brasileira, ocorreram as mudanças nas regras de recolhimento do depósito de compulsório na tentativa de aumentar o crédito, disponibilizando para os bancos cerca de 45 bilhões a mais disponível em caixa para empréstimos. Além disso, o Banco Central aumentou o número de instituições financeiras elegíveis de 58 para 134 à condição de cedentes das operações para fins de dedução do recolhimento do compulsório. Em agosto de 2014 essa medidas macroprudenciais foram novamente ampliadas, liberando para empréstimos cerca de 25 R$ bilhões, dos quais R$ 10 bilhões correspondem a deduções do recolhimento do compulsório e R$ 15 bilhões derivados da mudança nas regras de requerimento mínimo de capital de risco[19] de crédito[20]. Não obstante, em finais de 2014 essas medidas não causaram grandes efeitos sobre o crescimento do consumo.

Quanto às modalidades de crédito livre[21] e direcionado[22], observa-se um crescimento contínuo do primeiro, e certa estabilidade do segundo até 2008, apresentando crescimento nos dois anos seguintes. Esse crescimento do crédito direcionado continua no governo Dilma, porém o crédito livre anda de lado.

Na modalidade de crédito livre, destacam-se as operações de crédito para pessoas físicas e jurídicas, ambos apresentando elevado crescimento no período, com destaque para o primeiro. No ano de 2002, o crédito para pessoa física correspondia a 35% do crédito livre.

[18] O Bradesco comprou a Finasa; o Unibanco a Finnivest; o HSBC a Losango. Os bancos passaram a financiar as compras dessas lojas, tendo acesso ao cadastro de clientes e oferecendo novos produtos. O financiamento de veículos chegou ao prazo de 72 meses.

[19] O requerimento mínimo de capital de risco é uma espécie de reserva que os bancos comercias devem ter caso tomem um calote dos tomadores de empréstimos.

[20] Dados do Banco Central (2017), seção Indicadores Econômicos Consolidados.

[21] Crédito em que as taxas são livremente acordadas entre o banco e o tomador de empréstimo.

[22] Isto é, aqueles em que os agentes devem obrigatoriamente aplicar em determinadas linhas em virtude das regulamentações com taxas de juros subsidiadas.

Em 2010 essa relação aumentou para 46%, um crescimento de 28% em oito anos. No entanto, a participação do crédito livre no PIB no governo Dilma, permaneceu estagnada em 30%. Essa estagnação ocorreu tanto nas operações destinadas às pessoas físicas quanto às pessoas jurídicas, que tiveram um crescimento médio de 1,5% ao ano.

Essa desaceleração das operações de crédito destinadas a pessoa física pode estar relacionada com a elevação do FPR, mencionado na seção anterior, que impactou principalmente as vendas de automóveis. No entanto, a participação dessa modalidade de crédito no total de crédito livre ainda continua elevada, 47%.

O crédito destinado a pessoa jurídica depende das expectativas dos agentes sobre a *performance* da economia, como esta ensaiava uma recuperação em 2003, havia certas desconfianças quanto ao futuro que inibiam o crescimento deste tipo de operação. Passado este período inicial com a estabilidade de algumas variáveis macroeconômicas (taxa de juros, inflação e câmbio, por exemplo), a economia volta a crescer impulsionando o crescimento do investimento privado (de -1% em 2003 para quase 8% em 2004) e, portanto, o crédito à pessoa jurídica.

O crédito à pessoa jurídica apresentou crescimento médio de 22% entre 2003 e 2007, contudo voltou a cair em 2009 (2%) em função do agravamento da crise financeira no país. Porém, a rápida recuperação da economia, impulsionada pelo mercado interno, animou os investidores. Em 2010, essa modalidade de crédito apresentou crescimento de 15%, com uma participação de 54% no crédito livre. No entanto, o baixo crescimento do PIB da economia brasileira no governo Dilma, pode ser o resultado da estagnação do crédito destinado as pessoas jurídicas no período mais recente.

Na modalidade de crédito direcionado ou dirigido foram criadas subsidiárias, como, por exemplo, o Banco Popular do Brasil[23], para conceder créditos ao setor informal da economia. O Banco do Nordeste desenvolveu um programa de crédito (CrediAmigo) para microempresários. Além disso, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) teve papel primordial no financiamento de máquinas e equipamentos industriais, bem como no desenvolvimento das regiões através dos bancos regionais[24]. Em 2002, os repasses e financiamentos do BNDES constituíam R$ 93 milhões. Em 2010 os recursos correspondiam ao valor de R$ 346 milhões, representando 59% do crédito direcionado[25].

[23] Instituição financeira que tem por objetivo fornecer serviços financeiros, a taxas de juros inferiores a do mercado e sem comprovação de renda, exclusivamente a pessoas físicas de baixa renda e microempresários.
[24] Banco do Nordeste para o Nordeste, Banco da Amazônia para a Amazônia. No Centro Oeste, o Banco do Brasil. Para uma análise do crédito no Brasil em termos regionais, vide Galeano & Feijó (2010).
[25] Dados do Banco Central (2017), seção Indicadores Econômicos Consolidados.

Os bancos públicos varejistas, Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, tiveram papel importante durante a crise de 2008, em meio a uma maior preferência pela liquidez dos bancos privados. Nesse cenário, os bancos públicos adotaram uma política de expansão do crédito, que além de reaquecer a economia, provocou a reação dos bancos privados em decorrência da possibilidade de perda de mercado para os bancos públicos. Por serem bancos bem estruturados e competitivos, as decisões dos bancos públicos impactam diretamente na lucratividade do setor e, portanto, na estratégia dos demais bancos[26]. As medidas contra cíclicas dos bancos públicos forçaram os bancos privados a ampliar a oferta de crédito durante a crise de 2008-2009, potencializando o mercado interno. Mas essa reação foi temporária, depois da crise os bancos públicos seguiram ampliando significativamente seus empréstimos e os bancos privados seguiram com cautela, o que contribuiu para perda de participação dos bancos privados no percentual de empréstimos e aumento da dívida bruta do país (COSTA & PINTO, 2013).

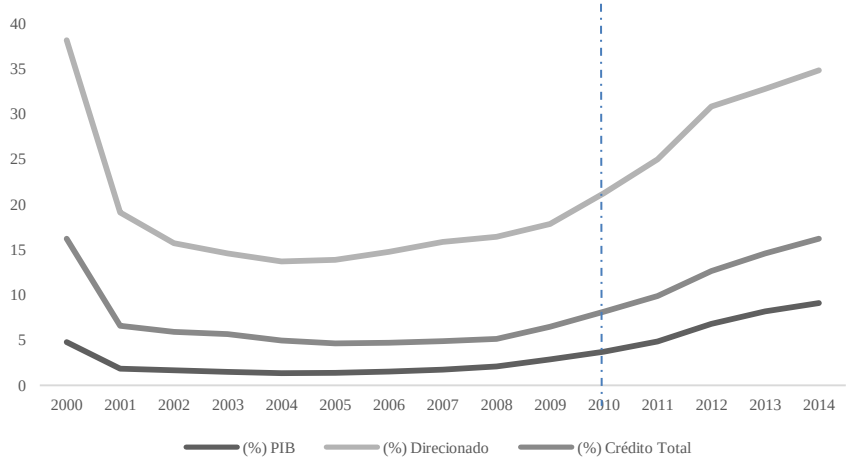
Nesse período anticíclico, a atuação dos bancos públicos ocorreu em setores específicos como na indústria via BNDES, na agricultura via Banco do Brasil e no setor habitacional via Caixa econômica Federal, que segmentos que envolvem operações de prazos mais longos e que, portanto, as ações dos bancos privados brasileiros são limitadas.

No governo Dilma, a participação do crédito total no PIB não foi reduzida devido ao crescimento da modalidade de crédito direcionado, uma vez que o crédito livre permaneceu estagnado. No entanto, essas trajetórias distintas dessas modalidades de crédito já se manifestavam desde 2008. Enquanto, a participação do crédito livre cresceu 3,4% entre 2008-2014, a participação do crédito direcionado cresceu 116,7% no mesmo período.

Dentro do crescimento do crédito direcionado, se destaca à evolução do crédito direcionado a habitação, onde se observa uma evolução significativa (depois da verificada entre 2000-2001) em sua relação com o crédito total, direcionado e o PIB (Figura 3).

[26] Vide Araújo (2011).

Figura 3 – A Participação do Crédito Habitacional no Crédito Total, no PIB e no Crédito direcionado (%): Brasil, 2000-2014.



Fonte: BCB (2017).

O crédito direcionado a habitação (setor público e privado) manteve-se praticamente constante até 2007 com uma participação no crédito total de 4,7%, de 1,6% no PIB e de 15,8 no crédito direcionado. A partir de 2009, os recursos direcionados ao financiamento habitacional para famílias de baixa renda começam a aumentar, impulsionados sobretudo pelo programa "Minha Casa Minha Vida", cujo objetivo era construir um milhão de residências em três anos (BARBOSA & SOUZA, 2010). Além disso, outros fatores contribuíram para aumentar o crédito direcionado no período 2008-2014, sobretudo no governo Dilma, como o aumento da renda das famílias, a entrada e maior atuação dos bancos privados.

Em 2009 o crédito direcionado para habitação alcançou R$ 87,4 milhões, valor correspondente a 6,2% do crédito total, 19% do crédito direcionado e 2,7% do PIB, dos quais 1,2% foram destinados ao programa "Minha Casa Minha Vida". No final de 2010 os recursos superavam o dobro do início da década, R$ 131,4 milhões[27], e ambas as participações foram elevadas para 7,7%, 22,3% e 3,6% respectivamente. No governo Dilma, ambas as participações continuaram crescendo, apresentando 35% do crédito direcionado, 16% do crédito total e 9% do PIB (figura 3). Esse crescimento do crédito habitacional contribuiu para reduzir o desemprego não apenas no setor da construção civil, mas também indiretamente, já que este tipo de atividade possui um encadeamento muito forte com outras atividades[28].

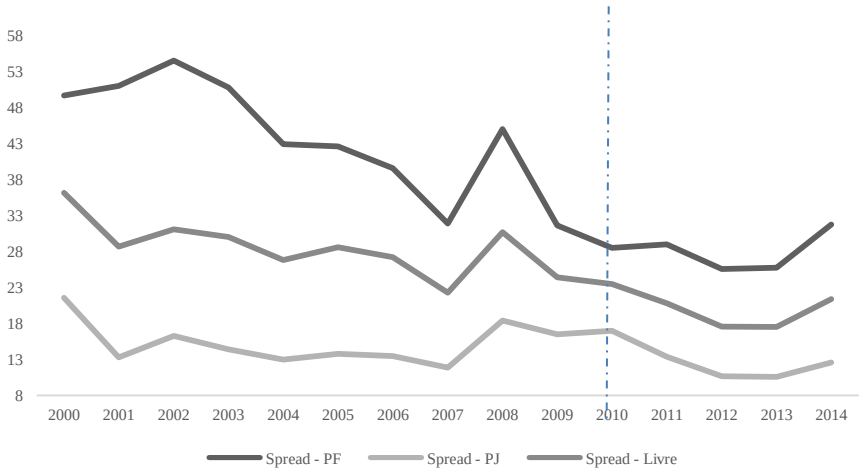
Apesar da evolução ao longo do período analisado, o volume de crédito do Brasil ainda é baixo em relação a outros países desenvolvidos. A relação crédito/PIB dos países do G7 e dos países emergentes do Sudeste Asiático, por exemplo, ultrapassa os 100%. Todavia,

[27] Vide Moreira (2013).
[28] Um estudo interessante sobre a atual política habitacional no Brasil pode ser encontrado em Moreira (2013).

uma das causas do baixo nível de crédito no Brasil se deve aos *spreads* bancários[29] que apesar de terem sido reduzidos nos últimos anos, continuam elevados.

Como pode ser observado na figura 4, o *spread* para pessoas físicas chegou a atingir a taxa de 55 p.p. em 2002 enquanto o *spread* a pessoa jurídica atingiu a taxa de 16 p.p. no mesmo ano. Porém, até 2007 ambas as taxas foram sendo reduzido gradualmente, nesse ano o *spread* a pessoa física atingiu a taxa de 32 p.p. e a pessoa jurídica a taxa de 12 p.p. Em 2008-2009 passaram por novas inflexões, em meio à crise, devido à maior inadimplência, chegando ao final de 2010 com um *spread* destinado a pessoa física de 29 p.p. e a pessoa jurídica de 17 p.p. e um *spread* livre total de 24 p.p.

Figura 4: *Spread* Bancário: Brasil, 2000-2010 (p.p.).



Fonte: BCB (2017).

Em suma, a redução dos *spreads* bancários ocorrida entre 2003 e 2010, deve-se à redução das taxas de juros cobradas em cada operação, combinada com o melhor desempenho da economia brasileira e de alguns indicadores macroeconômicos[30]. Em 2003 a taxa de juros para pessoa física era de 66,6% a.a., no final de 2010, esta mesma taxa era de 40,6% a.a. A taxa de juros para pessoa jurídica passou de 30,2% a.a. em 2003 para 27,9% a.a. no final de 2010. No entanto, no governo Dilma a taxa de juros para pessoa física passou para 45% em agostos de 2014, porém a taxa de juros para pessoa jurídica continuou caindo, alcançando 23% no mesmo período. Já a taxa de juros média das operações de crédito com recursos livres

[29] Definido pela diferença entre a taxa de juros cobrada pelas instituições financeiras e o custo efetivo de captação dos recursos, vide Freitas & Köhler (2009).
[30] Em Oreiro *et al* (2006) é feita uma análise sobre os efeitos dos determinantes macroeconômicos sobre o comportamento do *spread* bancário no Brasil.

(total) foi reduzida de 34% em 2011 para 32% em 2014, mas não evitou o aumento do *spread* bancário no final governo Dilma[31].

Apesar da redução nos *spreads* bancários do país, eles continuam elevados em relação a outros países desenvolvidos (como por exemplo, EUA e Japão). O que requer medidas como aumentar a concorrência e a eficiência bancária, além de medidas para reduzir a inadimplência.

Conclusão

O perverso cenário externo no início do governo Lula combinado com a herança recebida do governo anterior, provocaram o sacrifício da política monetária para conter a inflação que estava na casa dos dois dígitos. Sempre que a economia dava indícios de crescimento mais forte, as autoridades monetárias tinham o receio de a inflação voltar a crescer, gerando novas rodadas de aumento nos juros.

No entanto, no segundo governo Lula a política monetária tornou-se mais flexível, não respondendo a inflação da forma que vinha ocorrendo. Não obstante, a inflação continuava dentro da meta estabelecida pelo COPOM, isto é, o governo, principalmente no segundo governo, ampliou o raio de manobra dentro do próprio sistema de metas de inflação para passar de uma política monetária passiva para uma política monetária mais ativa no desempenho de crescimento da economia brasileira.

Aliado a isto, o Banco Central utilizou o crédito para deslocar a política monetária exclusivamente da taxa de juros. O crédito quase que dobrou em relação ao início da década, os bancos públicos contribuíram de maneira decisiva tanto para manter a expansão do crédito durante a crise quanto para manter os juros em queda e, portanto, reduzindo o *spread* bancário. Essa expansão do crédito também contribuiu para a expansão dos agregados monetários, aumentando a sua participação no PIB.

Portanto, observam-se dois tipos de política monetária distintos durante o governo Lula: uma contracionista (no primeiro governo) que visava, principalmente, atrair capitais para valorizar o câmbio e conter a inflação; e uma expansionista (no segundo governo) que visava expandir o produto e o emprego, sobretudo, em meio à crise financeira de 2008-2009.

No governo Dilma também se pode observar duas políticas distintas: uma política gradualista de aumento da taxa de juros e políticas macroprudenciais de redução do crédito

[31] Dados do Banco Central (2017), seção Indicadores Econômicos Consolidados.

que tinham por objetivos conter o aumento da inflação e ao mesmo tempo manter o ritmo de crescimento do governo anterior. Por outro lado, depois de um período reduzindo a taxa de juros, o governo voltou a praticar uma política de aumento dos juros gradualista e políticas macroprudenciais de aumento do crédito no final de 2014.

Bibliografia

ARAÚJO, V. L.; Cintra, M. A. M. O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira. **Ipea, Texto para discussão 1604**, Brasília, abril de 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2017). Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: Março de 2017.

BANCO MUNDIAL (2017) World Development Indicators (WDI). Disponível em: <www.worldbank.org>. Acesso em 25/03/2017.

BARBOSA, N. & SOUZA, A. P. "A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda". **In:** Sader, E. & Garcia, M.A. (2010): Brasil entre o Passado e o Futuro. Editora Fundação Perseu Abramo e Boitempo Editorial 2010.

BASTOS, C. P. "Análise e perspectivas da taxa de juros no Brasil". **In:** Estudos do IPEA - Desafios para o desenvolvimento brasileiro. Brasília, 2011, p. 133-143.

BRAGA, J. M. "Inflação no Brasil nos anos 2000: conflitos, limites e políticas não-monetárias". **In:** Estudos do IPEA - Desafios para o desenvolvimento brasileiro. Brasília, 2011. p.117-132.

CARDOSO, C. de A.; VIEIRA, F. V. "Câmbio, inflação e juros na transição do regime cambial brasileiro: uma análise de vetores auto-regressivos e causalidade". **In:** Encontro Nacional de Economia, 32, 2004, Fortaleza: ANPEC, 2004.

COSTA, F. N.; PINTO, G. M. A. Impactos da pressão para concorrência bancária no mercado de crédito brasileiro. Campinas: Instituto de Economia UNICAMP, fev. 2013. (**Texto para Discussão** 215).

FARHI M. "O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária". **Política Econômica em Foco**, n. 7, nov. 2005/abr. 2006. p. 152-183.

FERREIRA, A. B.; JAYME JÚNIOR, F. G. "Metas de inflação e vulnerabilidade externa no Brasil". **In:** Encontro Nacional de Economia, 33, 2005, Natal. Anais... Natal: Anpec, 2005.

FREITAS, P. S. & KÖHLER, M. "Evolução e determinantes do spread". **In:** Anexo ao Relatório Preliminar da Comissão de Crise Financeira e da Empregabilidade do Senado Federal. Jun, 2009.

GALEANO, E. V. & FEIJÓ, C. "Crédito e crescimento econômico: uma exploração regional para a economia brasileira nos anos 2000". UFF/Economia. **Texto para Discussão**, 268. Dez. 2010.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). "Produtividade no Brasil nos anos 2000-2009: análise das contas nacionais". Brasília: Ipea, 3 fev. 2012. (comunicado da presidência, n. 133).

IPEADATA (2017). Disponível em: <www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: Março de 2017.

KREGEL, J. "*Comment on Fernando Cardim de Carvalho* – Monetary policy, monetary theory, and financial structure". **Econômica**, v. 6, n. 2, pp. 341-8, 2004.

LOPES, F. (2011) "Sobre Risco Cambial, Besouros e Borboletas". **Valor**, 15/06/11.

MARTINEZ, T. S. & CERQUEIRA, V. S. "Estrutura da inflação brasileira: determinantes e desagregação do IPCA". **IPEA**, texto para discussão, n. 1634. Rio de Janeiro, jul. 2011.

MOREIRA, E. M. "Um olhar sobre a atual situação da política habitacional no Brasil". **Indicadores Econômicos**, FEE, Porto Alegre, v. 40, n. 3. p. 21-32, 2013.

NOGUEIRA JR., R. P. "*Inflation targeting and exchange rate pass-through*". **Economia Aplicada**, São Paulo, v.11 (2), pp. 189-208, Abril-Junho, 2007.

OREIRO, J. L. C., et al. "Determinantes macroeconômicos do spread bancário no Brasil: teoria e evidência recente". **Economia Aplicada**, vol. 10, nº 4, Out/Dez 2006.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. A dinâmica dos fluxos de capitais em tempos de instabilidade: o desempenho do Brasil no primeiro semestre de 2013. **Indicadores Econômicos, FEE**, Porto Alegre, v. 41, n. 3, p. 9-22, 2014.

SERRANO F. "Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil". **Revista de Economia Política**, vol. 30, no 1 (117), pp. 63-72, jan-mar/2010.

SERRANO, F. A mudança na tendência dos preços das *commodities* nos anos 2000: aspectos estruturais. **OIKOS,** Rio de Janeiro. Volume 12, n. 2, 2013.

SILVA, J. A. A Questão da Desindustrialização no Brasil. **Revista Economia & Tecnologia** (RET), Vol. 10(1), p. 45-75, Jan/Mar 2014.

TAYLOR, J.B. "*A Historical Analysis of Monetary Policy Rules*". **In:** Monetary Policy Rules. Chicago: U. of Chicago Press, 1999.

Sobre o autor:

José Alderir da Silva

Mestrado em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasil(2014)
Professor do Magistério Superior da Universidade Federal Rural do Semi-Árido , Brasil

Artigo recebido em 31/03/2017
Aprovado em 27/06/2017

Como citar esse artigo:

SILVA, José Alderir da. A política monetária nos governos Lula e Dilma. **Revista de Economia da UEG.** Vol. 13, N.º 1, jan/jun. 2017.