

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**JORGE ARMINDO AGUIAR VARASCHIN**

**A VOZ DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA NA REPÚBLICA DO REAL**

**PORTO ALEGRE**

**2020**

**JORGE ARMINDO AGUIAR VARASCHIN**

**A VOZ DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA NA REPÚBLICA DO REAL**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia, com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca

**PORTO ALEGRE**

**2020**

## CIP - Catalogação na Publicação

Varaschin, Jorge Armindo Aguiar  
A voz do Comitê de Política Monetária na República  
do Real / Jorge Armindo Aguiar Varaschin. -- 2020.  
264 f.  
Orientador: Pedro Cezar Dutra Fonseca.

Tese (Doutorado) -- Universidade Federal do Rio  
Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,  
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,  
BR-RS, 2020.

1. Economia brasileira. 2. Plano Real. 3. Comitê de  
Política Monetária. Banco Central do Brasil. I.  
Fonseca, Pedro Cezar Dutra, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os  
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

**JORGE ARMINDO AGUIAR VARASCHIN**

**A VOZ DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA NA REPÚBLICA DO REAL**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia, com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Aprovada em: Porto Alegre, 3 de novembro de 2020.

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca – Orientador**  
**UFRGS**

---

**Prof. Dr. Gentil Corazza**  
**UFRGS**

---

**Prof. Dr. Ricardo Dathein**  
**UFRGS**

---

**Prof. Dra. Maria Angélica Borges**  
**PUC-SP**

**Para Júlia.**

## AGRADECIMENTOS

Ingressei na Universidade Federal do Rio Grande do Sul no primeiro semestre de 2004. Após o vestibular no início daquele ano, fiz a segunda visita, da qual minha memória guarda lembranças, a Porto Alegre. Lembro-me do cheiro do centro da cidade, não tão agradável como se poderia imaginar em um segundo encontro, e da correria de suas ruas, em uma desordem escoada para além do meu olhar apressado.

Nesse turbilhão ao qual fui lançado pelo que ouvia serem as necessidades da vida, a Faculdade de Ciências Econômicas transformou-se em um recôndito. Vejo-me ainda em suas salas, por entre os livros da biblioteca, no DAECA ou mesmo me encaminhando para o restaurante universitário, essa suposta aberração fiscal, atacada por tantos nos tempos obscuros em que vivemos, mas que me permitiu estudar.

Porto Alegre marcou minha vida e a FCE-UFRGS tornou-se um de seus semblantes mais especiais. Meu profundo agradecimento a esta cidade que me acolheu e a esta instituição pública, gratuita e que em seu cotidiano insiste em construir, a despeito daqueles que duvidam, um dos maiores centros de ensino, pesquisa e extensão do país. Meu muito obrigado!

Agradeço a todos e todas que constroem o Programa de Pós-Graduação em Economia, espaço que se mantém diverso e multidisciplinar à revelia da ortodoxia corrente e dos ditames da razão instrumental.

Figura indissociável desta minha trajetória, meus sinceros agradecimentos ao prof. Pedro Cezar Dutra Fonseca, meu orientador cuja originalidade e brilhantismo intelectuais trago comigo desde a graduação. Assim como um farol em meio ao oceano, seu pensamento crítico e livre da linearidade dos manuais serviu de luz a todo o processo de pesquisa.

Agradeço também a família que Porto Alegre me deu, Christine Rondon, Leônidas Cavalcante e Lorenzo Ribas, por cada instante que passamos juntos e pela felicidade de compartilhar momentos com os pequeninos Heitor, Théó e Helena.

Por fim, agradeço aos meus pais e à minha irmã, pelo carinho e o amor incondicional.

À Luísa, por me resgatar com um olhar em meio ao mar revolto.

À Lívia, um presente que a vida me deu.

E à Júlia, pelos pequenos (e imprescindíveis!) salvamentos cotidianos.

*Tudo o que é real está sempre e obrigatoriamente em seu lugar,  
mesmo quando se o perturba. O real tem por propriedade carregar seu  
lugar na sola dos sapatos.  
(Jacques Lacan, 1995, p. 38)*

## RESUMO

A temática desta investigação concerne à política monetária do Plano Real, trazendo a voz do Comitê de Política Monetária (Copom) através das atas de suas reuniões. Para além de sintomas do seu tempo, essa documentação revela a importância do Copom na condução da política econômica, sua intencionalidade e seus impactos na trajetória de longo prazo da economia brasileira. Mais do que simples relatos de reuniões, evidencia o cenário com que se deparam, as variáveis sob as quais se debruçam e aquelas das quais se omitem. A análise recai sobre o Plano Real, instituído em 1994, e como transcendeu a proposta de estabilização, tornando-se marco institucional sob o qual a economia brasileira se desenvolve. Observa-se como o receituário de política monetária transformou-se na síntese de interação de fatores econômicos, políticos e sociais, estabelecendo um movimento convergente. Ao longo dos anos de 1998 a 2010, verifica-se que o mantra do combate persistente e prioritário da inflação refletiu-se em elevações da taxa básica de juros e em valorização cambial, vetores do processo de financeirização da economia brasileira. Se sua *forma* se apresenta nas variáveis expostas, nos dados e informações elencados, seu *conteúdo* revela-se somente na dinâmica de classes e frações de classe, cerne das sociedades capitalistas contemporâneas.

Palavras-chave: Economia brasileira. Plano Real. Comitê de Política Monetária. Banco Central do Brasil.



## **ABSTRACT**

The theme of this investigation concerns the monetary policy of the Real Plan, bringing the voice of the Monetary Policy Committee (Copom) through the minutes of its meetings. In addition to symptoms of its time, this documentation reveals the Copom's importance in conducting economic policy, its intentionality, and its impacts on the long-term trajectory of the Brazilian economy. More than simple reports of meetings, it highlights the scenario they face, the variables under which they look and those from which they are omitted. The analysis falls on the Real Plan, instituted in 1994, and how it transcended the stabilization proposal, becoming an institutional framework under which, the Brazilian economy develops. It is observed how the monetary policy prescription has become the synthesis of interaction of economic, political, and social factors, establishing a convergent movement. Over the years 1998 to 2010, it appears that the mantra of the persistent and priority fight against inflation was reflected in increases in the basic interest rate and in exchange rate appreciation, vectors of the financialization process of the Brazilian economy. If its form appears in the exposed variables, in the data and information listed, its content is revealed only in the dynamics of classes and class fractions, at the heart of contemporary capitalist societies.

**Keywords:** Brazilian Economy. Plano Real. Monetary Policy Committee. Central Bank of Brazil.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>12</b>
1.1	As atas do Comitê de Política Monetária .....	14
1.2	SINTOMAS DE SEU TEMPO .....	15
1.3	CERNE DO DISCURSO DO COPOM.....	16
1.4	HIPÓTESES DE TRABALHO .....	17
1.5	PLANO DE ESTUDOS.....	19
<b>2</b>	<b>PERCURSO METODOLÓGICO: DAS CLASSES À FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITAL .....</b>	<b>21</b>
2.1	MARX, CLASSES E FRAÇÕES DE CLASSE.....	21
<b>2.1.1</b>	<b>A primeira vez como tragédia, a segunda como farsa.....</b>	<b>22</b>
<b>2.1.2</b>	<b>As lutas de classe na França .....</b>	<b>25</b>
<b>2.1.3</b>	<b>As classes reveladas .....</b>	<b>27</b>
2.2	POULANTZAS, ESTADO-RELAÇÃO E BLOCO NO PODER .....	28
<b>2.2.1</b>	<b>O bloco no poder e a cena política.....</b>	<b>29</b>
<b>2.2.2</b>	<b>Classes reinantes e classes detentoras .....</b>	<b>30</b>
2.3	FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITAL: A TOTALIDADE DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO.....	32
<b>2.3.1</b>	<b>O capital portador de juros e a hegemonia das finanças .....</b>	<b>33</b>
<b>2.3.2</b>	<b>O caso brasileiro .....</b>	<b>39</b>
<b>3</b>	<b>O PLANO REAL EM PERSPECTIVA: BLOCO NO PODER, IMPASSES ENTRE O CAPITAL FINANCEIRO NACIONAL E BURGUESIA INTERNA E TENDÊNCIA AO BAIXO CRESCIMENTO .....</b>	<b>42</b>
3.1	A ECONOMIA POLÍTICA DO PLANO REAL .....	42
<b>3.1.1</b>	<b>A nova burguesia nacional de Boito Júnior .....</b>	<b>43</b>
<b>3.1.2</b>	<b>A hegemonia financeira de Pedro Fonseca, Marcelo Arend e Glaison Guerrero</b>	<b>47</b>
<b>3.1.3</b>	<b>A dicotomia e o subproletariado de André Singer .....</b>	<b>49</b>
<b>3.1.4</b>	<b>Hegemonia financeira e burguesia interna.....</b>	<b>50</b>
3.2	A MACROECONOMIA DO REAL: DA INFLAÇÃO INERCIAL AO BAIXO CRESCIMENTO .....	51
<b>3.2.1</b>	<b>A inflação inercial .....</b>	<b>51</b>
<b>3.2.2</b>	<b>Implementação do Plano Real .....</b>	<b>55</b>

3.2.3	A lógica do baixo crescimento .....	60
4	<b>O COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA .....</b>	<b>66</b>
4.1	ORIGEM E ATRIBUIÇÕES .....	66
4.2	A MATERIALIDADE DAS ATAS .....	69
4.2.1	As Circulares nº 2.698 e nº 2.711, de 1996, e nº 2.780, de 1997 .....	69
4.2.2	Um exemplo: ata de 28 de janeiro de 1998 .....	71
5	<b>O REAL DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO: ÂNCORA CAMBIAL E CONSTRUÇÃO DA HEGEMONIA FINANCEIRA (1995 – 1999) .....</b>	<b>77</b>
5.1	AS ATAS DA ERA DE GUSTAVO FRANCO .....	77
5.1.1	O derradeiro ano de 1998.....	77
5.2	AS ATAS DA ERA DE ARMÍNIO FRAGA: PRIMEIRA PARTE (1999) .....	94
5.2.1	1999 e o “fim do começo” .....	95
6	<b>A GERAÇÃO DO REAL .....</b>	<b>106</b>
6.1	EQUIPE ECONÔMICA: MINISTROS, MINISTÉRIOS E BANCO CENTRAL ....	109
6.2	PARTIDOS EM CENA: PSDB, PFL E O PEEMEDEBISMO .....	111
7	<b>O REAL DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO: SISTEMA DE METAS PARA A INFLAÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DA HEGEMONIA FINANCEIRA (2000 – 2002) .....</b>	<b>114</b>
7.1	ANO 2000 E BREVE RETOMADA CÍCLICA .....	114
7.1.1	Sinais de retomada: ata dos dias 18 e 19 de janeiro .....	115
7.1.2	Os indicadores de demanda apontam evolução favorável” .....	118
7.2	01: FALTA ENERGIA AO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ...	125
7.2.1	Novos sinais de recuperação econômica: a ata de março.....	126
7.2.2	O alvorecer da crise energética: ata de maio .....	128
7.2.3	A desaceleração do segundo semestre.....	131
7.2.4	Final de ano: reversão de expectativas e os caminhos de 2002.....	133
7.3	O ANO DE 2002: ELEIÇÕES E CRISE CAMBIAL .....	133
7.3.1	Uma visão otimista: ata de 22 e 23 de janeiro .....	134
7.3.2	Carta ao povo brasileiro.....	139
7.3.3	As angústias das finanças: primeira ata do desastre.....	142
7.3.4	Segunda, terceira, quarta e quinta atas do desastre.....	144
8	<b>A CARTA ROUBADA, DE EDGAR ALLAN POE AO COPOM .....</b>	<b>146</b>

8.1	CAPITAL FINANCEIRO E BURGUESIA INTERNA .....	147
8.2	BLOCO NO PODER E IDEOLOGIA .....	153
<b>9</b>	<b>O REAL DO GOVERNO LULA: HEGEMONIA FINANCEIRA, COMBATE À INFLAÇÃO E SINAIS DE RETOMADA ECONÔMICA (2003 – 2005) .....</b>	<b>156</b>
9.1	A POSSE DE HENRIQUE MEIRELLES NA PRESIDÊNCIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL .....	159
9.2	PRIMEIRA REUNIÃO DE MEIRELLES: ATA DE 21 E 22 DE JANEIRO.....	160
9.3	O SEGUNDO SEMESTRE: INFLAÇÃO DECLINANTE E ECONOMIA NO CHÃO .....	163
9.4	O RETORNO DA APRECIÇÃO CAMBIAL.....	167
9.5	RECUPERAÇÃO ECONÔMICA E CONTROLE DA INFLAÇÃO: OS ANOS 2004 E 2005 .....	170
<b>9.5.1</b>	<b>20 e 21 de janeiro de 2004 .....</b>	<b>172</b>
<b>9.5.2</b>	<b>A trajetória da inflação nas atas de 2004 e 2005.....</b>	<b>176</b>
9.6	A ATIVIDADE ECONÔMICA E SETOR EXTERNO NAS ATAS DE 2004 E 2005 .....	180
<b>9.6.1</b>	<b>Encerra-se ciclo de alta da SELIC: ata de 14 e 15 de junho de 2005.....</b>	<b>184</b>
<b>9.6.2</b>	<b>Inicia-se ciclo de baixa da SELIC: ata de 13 e 14 de setembro de 2005 .....</b>	<b>186</b>
9.7	CONSTRUÇÃO CIVIL E AGRONEGÓCIO NAS ATAS DE 2004 E 2005.....	187
9.8	O SETOR DE SERVIÇOS NAS ATAS DE 2004 E 2005 .....	191
9.9	A CHINA E O BOOM DE COMMODITIES .....	192
<b>10</b>	<b>O REAL DO GOVERNO LULA: HEGEMONIA FINANCEIRA E REPOSICIONAMENTO DA BURGUESIA INTERNA (2006 – 2010) .....</b>	<b>196</b>
10.1	2006 E A GRANDE APOSTA.....	196
<b>10.1.1</b>	<b>A queda de Antônio Pallocci, o “intocável” .....</b>	<b>197</b>
<b>10.1.2</b>	<b>A chegada de Guido Mantega ao Ministério da Fazenda .....</b>	<b>199</b>
<b>10.1.3</b>	<b>O Banco Central a partir da posse de Guido Mantega .....</b>	<b>201</b>
<b>10.1.4</b>	<b>Primeira ata com Mantega na Fazenda: 18 e 19 de abril de 2006 .....</b>	<b>203</b>
<b>10.1.5</b>	<b>A primeira ata após a reeleição .....</b>	<b>206</b>
10.2	SEGUNDO GOVERNO LULA: OS DOIS PRIMEIROS ANOS .....	208
<b>10.2.1</b>	<b>Primeira reunião do 2º mandato de Lula: ata de 06 e 07 de março de 2007 .....</b>	<b>209</b>
<b>10.2.2</b>	<b>O fim do ciclo de baixa da SELIC .....</b>	<b>212</b>
<b>10.2.3</b>	<b>15 e 16 de abril de 2008 .....</b>	<b>215</b>

<b>10.2.4</b>	<b>Primeira ata após a quebra do Lehman Brothers: 28 e 29 de outubro de 2008</b>	<b>218</b>
10.3	A BURGUESIA INTERNA E O GOVERNO LULA .....	220
10.4	CONSTRUÇÃO CIVIL, AGRONEGÓCIO E SERVIÇOS, NAS ATAS A PARTIR DE 2006 .....	223
10.5	2009 e 2010: crise e retomada .....	228
<b>10.5.1</b>	<b>20 e 21 de janeiro de 2009</b> .....	<b>228</b>
<b>10.5.2</b>	<b>Fim do ciclo de baixa da SELIC: 1 e 2 de setembro de 2009</b> .....	<b>231</b>
10.6	A RETOMADA ECONÔMICA E NOVO CICLO DE ALTA DA SELIC.....	234
<b>10.6.1</b>	<b>Novo ciclo de alta: 27 e 28 de abril de 2010</b> .....	<b>235</b>
<b>10.6.2</b>	<b>Fim do ciclo de alta: ata de setembro</b> .....	<b>236</b>
<b>11</b>	<b>A REPÚBLICA DO REAL: UMA SÍNTESE</b> .....	<b>238</b>
11.1	A APARENTE POLARIZAÇÃO DA CENA POLÍTICA: PT, PSDB E PMDB .....	239
11.2	A HEGEMONIA DO CAPITAL FINANCEIRO E O REPOSICIONAMENTO DA BURGUESIA INTERNA .....	242
11.3	A CLASSE TRABALHADORA .....	245
11.4	O REAL E OS IMPASSES DE NOSSO TEMPO .....	246
<b>12</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>248</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>252</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Publicou-se a primeira ata de reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), segundo *site* do Banco Central do Brasil, em 22 de maio de 1998, referindo-se ao encontro realizado meses antes, no dia 28 de janeiro do mesmo ano, às 17 horas e 20 minutos, no oitavo andar da sede do Banco Central, em Brasília. O documento faz um compêndio do debate ocorrido naquela tarde, ao apresentar uma série de variáveis econômicas, bem como as principais avaliações em relação à economia brasileira. Por fim, encaminhou as diretrizes da política monetária através da definição, na época, da Taxa Básica do Banco Central (TBC) e da Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN).

Dividida em seções, a ata publicada em maio de 1998 trouxe um relato daquela reunião, permitindo aos agentes econômicos construir suas expectativas com base nas análises realizadas pelo próprio Copom. A partir desse momento, seja por apresentarem os aspectos determinantes nas decisões de política monetária ou pela influência na formação das expectativas desses mesmos agentes, as atas tornaram-se elemento central na dinâmica econômica brasileira.

A concretude das atas não traz por si só a magnitude atribuída no parágrafo anterior. São redigidas em um contexto econômico específico, representando parte do processo histórico no qual se inserem. Sua importância reside em seus traços de fenômeno, como uma exteriorização do movimento que as significam. Desse modo, surgem como expressões de parte da totalidade histórica do período analisado, da trajetória da economia brasileira entre os anos de 1998 a 2010. Se as atas aparecem como o concreto de determinado *dever*, somente sob a luz desse mesmo *dever* torna-se possível sua compreensão. Nesse ponto, revelam-se as ferramentas de política monetária e o Plano Real, inaugurados em 1994.

O Plano Real teve início no dia 27 de fevereiro de 1994, com a implementação da Medida Provisória 434, na qual se instituiu a Unidade Real de Valor (URV)<sup>1</sup>. Apesar de a edição na MP ainda em fevereiro daquele ano, a nova moeda, o Real, foi lançada somente em 1º de julho. Após as tentativas fracassadas dos Planos Cruzado I e II, Bresser, Verão, Collor I e II, o Plano Real vinha como mais uma centelha de esperança no combate à elevação descontrolada no nível geral de preços. Nesse sentido, os choques deram lugar ao gradualismo e o

---

<sup>1</sup> Ver Medida Provisória 434, de 27 de fevereiro de 1994. Disponível em:  
<https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=MPV&numero=434&ano=1994&ato=437QTRE10dJpWTb75>.

congelamento de preços à âncora cambial. A taxa básica de juros encontrou novo patamar, mais elevado, enquanto o gargalo externo expressava-se por déficits crônicos em transações correntes.

Todavia, o outro lado da moeda do combate à inflação não tardou a aparecer: baixo crescimento da economia paralelamente à dívida pública em ascensão, aumento do desemprego e queda na renda média da população. Constatam-se que os efeitos do Plano Real ecoam para além dos temas referentes à moeda e à política monetária, convergindo para economia brasileira em seu conjunto. As modificações ocorridas em 1999, com a adoção do sistema de metas para a inflação, reforçam essa perspectiva, em um modelo que paulatinamente foi amarrando todas as pontas da política econômica. Em um país onde o “pavor inflacionário” encontra-se sempre presente, não é surpresa que o controle de preços consiga ter primazia sobre a maior parte dos interesses econômicos. Nesse contexto, chega-se à hipótese central desse trabalho: com base na análise das atas do Comitê de Política Monetária, o Plano Real, mesmo construído sob os auspícios da estabilização monetária, torna-se o marco institucional da economia brasileira, desde 1994, influenciando em seu movimento de longo prazo. Nessa nova perspectiva, o sucesso do Plano talvez não seja tão retumbante quanto os índices de níveis de preços insistem em afirmar.

Não há como dissociá-lo do caminho percorrido pela economia brasileira nos últimos anos. Sua financeirização apresenta-se como semblante que o plano trouxe consigo, transformando-se em receituário de política econômica, cujos efeitos desenvolvem-se em processo de longo prazo. Nesse movimento, contou com forças sociais, em um bloco no poder, que não apenas permitiu seu desenrolar, como se nutriu do percurso que ensejou. A economia brasileira foi o ambiente de simbiose.

Encontram-se, assim, as finanças nacionais hegemônicas no bloco no poder que o Plano Real instrumentaliza. É o juro em detrimento de outras formas de rendimento, formando as bases que Marcos Nobre (BETIM, 2018) chamou de “República do Real”. Pelo papel que passou a exercer a partir de sua implementação, na determinação do patamar da taxa básica de juros, o Comitê de Política Monetária torna-se espaço privilegiado de análise e as atas de suas reuniões, objeto singular de pesquisa. Ao definir a variável de múltiplos efeitos, as atas e as análises que as acompanham insinuam o que se considera o roteiro de uma ficção: esconde-se o Real da financeirização em benefício do Real do combate à inflação. Eis o objeto desta pesquisa.

## 1.1 AS ATAS DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA

A pesquisa dispôs de 135 atas do Comitê de Política Monetária (Copom), desde sua reunião do dia 28 de janeiro de 1998, 21º encontro e início do último ano do primeiro mandato Fernando Henrique Cardoso, até a data de 16 de dezembro de 2010, 155ª reunião, derradeira realizada durante o segundo governo Lula. Todas estão disponíveis no site do Banco Central do Brasil, as mais recentes em arquivos digitais tipo PDF, facilitando a coleta de dados, já as anteriores a julho de 2016 estão expostas no corpo da página. Independentemente do formato, o material constitui parte fundamental da história brasileira contemporânea. Variáveis políticas, arranjos sociais, perfil da dívida pública e discussões sobre cenários futuros da economia mundial são exemplos de temas tratados na grande maioria das reuniões.

Apesar de mostrarem os fenômenos econômicos em sua concretude, empilhando dados e informações de maneira aparentemente crua, um olhar mais atento logo percebe para além das relações quantitativas. Não se discute ali apenas política monetária ou o nível corrente da produção industrial, nem se efetua um salto sobre política econômica, termo também insuficiente para designar o conteúdo dessa documentação. Todas as atas são estruturadas de maneira semelhante: iniciam com dados operacionais corriqueiros (data, local, hora de início e término). Passam pelos presentes (em geral, diretoria, chefes de departamentos e alguns assessores), inaugurando seu estudo por uma análise de conjuntura, na qual aparecem desde o item “Preços e Nível de atividade” até “Agregados Monetários e Crédito” ou mesmo “Evolução do Mercado de Câmbio”. Somente ao final, as “Diretrizes de Política Monetária”<sup>2</sup> são expostas. É nesse momento que se realiza a análise conclusiva, decidindo-se sobre as posições da Taxa Básica do Banco Central, da Taxa de Assistência do Banco Central, ou, após março de 1999, a meta da taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (TBC, TBAN e SELIC, respectivamente). Conforme percebido, as variáveis elencadas não são apenas relacionadas à política monetária, mas abarcam desde política fiscal e finanças públicas até perspectivas para o mercado internacional. Nos pareceres do Copom, investigava-se o presente e projetava-se o futuro.

No meio de um emaranhado de números, dados e informações, desenvolve-se a presente tese. O concreto, centenas de páginas, expõe-se sob o olhar de possíveis interessados. No entanto,

---

<sup>2</sup> As seções citadas correspondem à estrutura das atas no ano de 1998 e parte de 1999. Após a implementação do regime de metas para a inflação e a troca efetuada em 2003 na direção do Banco Central, ocorreram mudanças na forma dos documentos, sem, entretanto, alterações significativas em seu conteúdo.



o objeto desta pesquisa vai além de sua própria materialidade. Dentre as frases referentes à moeda, *superávit* primário, índices de preços e formação bruta de capital fixo vislumbra-se algo mais. As respostas, nesse caso, são frutos da análise, de um caminho que percorre índices e quantidades até suas significações gerais. Esta tese não encontra seu tema em uma leitura superficial ou em uma investigação *en passant* dos relatos das reuniões do Copom. Busca ultrapassar o estudo das formas e das relações estatísticas para seu conteúdo econômico.

## 1.2 SINTOMAS DE SEU TEMPO

As atas do Copom apresentam-se como leituras específicas da realidade econômica, de seus fenômenos e do cenário que as constituem. Ao utilizar determinado arcabouço teórico, as atas tecem, a partir de dados objetivos, as perspectivas e os trajetos possíveis, perante os presentes nas reuniões, da economia brasileira. Por fim, revelam decisões sobre o comportamento da taxa básica de juros. Aparentemente se referem de maneira estrita à política monetária. Cabe lembrar Marx<sup>3</sup> e Keynes<sup>4</sup>, pois não é possível considerar movimentos no valor da moeda sem levar em conta seus efeitos políticos e sociais. Nesse contexto, não há decisão neutra, não há patamar em que se fixem TBAN, TBC ou SELIC sem reflexos desiguais entre classes e frações de classe.

A consequência imediata dessa abordagem é o aumento substancial do escopo do presente trabalho. Primeiramente, a proposição era uma investigação sobre a política monetária brasileira, mas tornou-se um estudo de economia política. Examinar apenas as decisões do comitê, desconsiderando suas consequências sociais e políticas, esboçaria uma análise parcial. Ao investigar as decisões do Copom, através de suas atas, e o modo como influenciam e dinamizam as relações entre classes e frações de classe na sociedade brasileira, esta tese discorre sobre poder. Não o poder em sua generalidade, em seu conceito, porém em sua instrumentalização histórica, seus contornos assumidos a partir da segunda metade da década de 1990 no Brasil.

---

<sup>3</sup> “Quando trata propriamente ‘do capital’, a economia racionalista olha o ouro e a prata com o maior desprezo, considerando-os a forma na realidade menos importante e mais inútil do capital. Quando trata do sistema bancário, tudo se inverte, e ouro e prata se tornam o capital por excelência, e para conservá-los todas as outras formas de capital e de trabalho devem ser sacrificadas. Mas que distingue ouro e prata das outras figuras da riqueza? Não a magnitude do valor, pois esta se determina pela quantidade de trabalho que nelas se corporifica, e sim a circunstância de esses metais serem encarnações autônomas, expressões do caráter *social* da riqueza” (MARX, 2008, p. 760)

<sup>4</sup> “[...] dado um qualquer estado das expectativas, há no espírito do público um certo potencial para conservar recursos líquidos em quantidade superior à que requer a motivação das transações ou a motivação de precaução, e esse potencial se traduzirá em detenção efetiva de moeda, num grau que dependerá dos termos em que a autoridade monetária se acha disposta a criar recursos líquidos.” (KEYNES, 2012, p. 185)

Período de grandes transformações, o país foi palco do avanço neoliberal em praticamente todas as frentes: econômica, política, social e ideológica. As atas revelam esse processo, ou seja, o movimento de formação lenta e gradual de uma estrutura institucional capaz de modelar não apenas a política econômica implementada, mas a trajetória de longo prazo da economia brasileira. Encontram-se aí as raízes do que Chesnais (2005, p. 36) chamou de “mundialização dos mercados financeiros”.

O ano de 1994 apresenta-se como momento ímpar nesse percurso, com a constituição do Plano Real, o qual ganhou novo formato em 1999, com o estabelecimento do chamado tripé macroeconômico: metas de inflação, câmbio flutuante e *superávit* primário. Em tal momento, o modelo se estabiliza, mantendo-se sem grandes alterações até o final do período analisado.

Portanto, as atas são o que se poderia chamar de sintomas de seu tempo. Expressam o processo que as significam, porém trazem consigo parcela singular do conteúdo do movimento de longo prazo da economia brasileira. Não são apenas relatos de estudos realizados pelo colegiado do Copom, mas elaboram, formam e constroem essa própria dinâmica e seu contexto de significado. Assim como a guerra do Peloponeso aconteceu para que Tucídides escrevesse seu livro<sup>5</sup>, as atas são o objeto referencial no qual se forjam as reuniões do comitê.

### 1.3 CERNE DO DISCURSO DO COPOM

Como toda instituição ou espaço institucional, o Comitê de Política Monetária também possui sua cultura, sua forma de agir, de se comunicar com outras instituições e com a sociedade civil em geral. Essa relação com o espaço exterior ou com outras formações institucionais aparece em seus documentos, suas planilhas, análises, dados e informações. Todo esse arcabouço, do qual as atas fazem parte, demonstra o que se considera o *discurso do Copom*, ou seja, a linguagem que constrói para si e para o exterior da instituição. Desse modo, as atas representam mais do que simples análises do colegiado ou decisões relativas à taxa básica de juros, revelando antes sua

---

<sup>5</sup> “Hegel sabia muito bem que o peso de um evento, dado por sua inscrição simbólica, ‘suprassume’ a realidade imediata. Em sua *Filosofia da história*, ele faz uma caracterização maravilhosa da história de Tucídides da guerra do Peloponeso: ‘Na guerra do Peloponeso, a luta foi essencialmente entre Atenas e Esparta. Tucídides deixou a história da maior parte dela, e sua obra imortal é o ganho absoluto que a humanidade obteve com aquela disputa’. Devemos ler essa avaliação em toda a sua inocência: de certa maneira, do ponto de vista da história mundial, a guerra do Peloponeso aconteceu para que Tucídides pudesse escrever um livro sobre ela. Aqui, a palavra ‘absoluto’ também deve receber todo o seu peso: do ponto de vista relativo de nossos interesses humanos finitos, é claro que as muitas tragédias reais da guerra do Peloponeso (sofrimento, devastação) são infinitamente mais importantes do que um livro, mas, do ponto de vista do absoluto, o que importa é o livro.” (ZIZEK, 2012, p. 55)

própria face institucional. Seu semblante na dinâmica econômica brasileira aparece nos relatos de suas reuniões ordinárias e extraordinárias, nos contornos de suas decisões e de seus debates.

Observa-se em seu discurso a chave para a compreensão da “verdade institucional” do Comitê de Política Monetária. Não apenas em sua visão prática ou em seu conteúdo puramente cotidiano. Busca-se, antes disso, seu ato como sintoma, significação de um movimento mais amplo, mais profundo, na medida em que representa suas próprias bases institucionais. Com isso, compreende-se o discurso do Copom como sua “razão de ser”, fruto de seus alicerces institucionais.

Tendo nas atas de reuniões uma de mais importantes expressões, adquire-se contornos que validam como objeto de análise. Seu acesso ao arcabouço institucional do Copom é o cerne de sua existência. Assim, as atas transparecem mais do que decisões sobre taxas de juros, apresentando-se como resultado do reflexo das lentes do Copom sobre as variáveis que ele mesmo considera relevantes para a análise da economia brasileira, já que elege algumas em detrimento de outras. De certa forma, o Copom constrói a própria realidade econômica sob a qual se debruça.

#### 1.4 HIPÓTESES DE TRABALHO

Cabe, com esta introdução, arrolar as hipóteses lançadas para a pesquisa. Importante frisar a intenção de realizar análise histórica das atas do Comitê de Política Monetária. Por que “histórica”? Porque as atas não são consideradas como um “objeto em si”, não demarcam sua própria relevância em sua materialidade, não há ali nenhuma “essência libertadora” de alguma verdade *stricto sensu*.

Atribui-se importância analítica às atas na medida em que se apresentam como expressões de um contexto histórico e, em seu conjunto, investigando-as em perspectiva, auxiliam na compreensão do mesmo processo do qual fazem parte. Não há linearidade, nem possibilidade de uma relação causal unidimensional. As atas não explicam, por si só, o processo histórico, mas mantêm uma relação de reciprocidade com o movimento que ajudam a dar corpo e que as impregnam de sentido.

Numa leitura dialética, como bem lembrado por Fausto (1987), não há “em última instância” ou uma “fundação”<sup>6</sup>. Quem busca linearidade causal na dialética hegeliana se perde

---

<sup>6</sup> “De fato, [...] a fundação (primeira) – esta máquina de guerra da filosofia clássica – esta operação que, segundo o ideal cartesiano, deveria assegurar ao discurso um máximo de rigor e de *clareza*, se revela como conduzindo, na realidade, ao resultado contrário, longe de ser uma garantia do rigor do discurso, a fundação o ‘dissolve’ enquanto

nas agruras do Espírito. As atas não fogem disso: a importância em sua análise reside na perspectiva histórica, fazendo parte de um movimento mais amplo. Por isso, o estudo empreendido aparece como análise dessa documentação e do próprio período no qual se insere.

Nesse sentido, cabe ressaltar o processo histórico que perpassa a elaboração das atas durante o período em estudo, ou seja, entre 1998 e 2010 (último ano do governo de Luís Inácio Lula da Silva). Assim, no decorrer desses anos, verifica-se o avanço da agenda neoliberal no Brasil e no mundo. Como afirma Tavares (1997), “diplomacia do dólar”, tendo como marco central a elevação das taxas de juros norte-americanas pelo Federal Reserve Board em 1979, presidido por Paul Volcker, inaugurou um movimento de reforço do poder das finanças (CHESNAIS, 2005).

O reimpulso da hegemonia norte-americana apareceu como a face mais límpida de um processo de abrangência global. O Brasil não ficou de fora. As mudanças no país iniciaram com o governo Collor, em um movimento de abertura comercial e desestatização (GIAMBIAGI, 2008), porém se intensificaram no decorrer dos dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso. O chamado Consenso de Washington dominou a agenda política e econômica brasileira e serviu de base da aliança que sustentava o novo governo, à época.

Nesse contexto, parte-se da própria contribuição de Cardoso (1984), considerando que a nova dinâmica de financeirização da economia brasileira sedimentou suas bases através de acordos políticos internos. Constatam-se dois movimentos simultâneos, convergentes e associados. De um lado, ocorreu a consolidação de um regime de acumulação financeirizado, em consonância com o advento do neoliberalismo no Brasil (PAULANI, 2009). Por outro, esse processo expressou-se e vinculou-se a um determinado arranjo político nacional. Utilizando conceitos de Poulantzas (1977), considera-se que a configuração específica de classes e suas frações no período analisado constituiu um novo bloco no poder, com reflexos no que o autor chama de cena política, ou seja, o jogo partidário e institucional da democracia representativa. A hegemonia passou a ser exercida pelo capital financeiro em geral e pelas finanças nacionais, em particular.

Compreende-se que o Plano Real, longe de ser apenas um plano de estabilização, centrado somente no controle do nível geral de preços, revela-se como um marco institucional do desenvolvimento econômico de longo prazo e a face mais cristalina de um novo bloco no poder,

---

discurso rigoroso. [...] Assim, o ato de fundar é de certo modo ‘posto entre parênteses’, ‘posto fora de circuito’, em benefício (do transcorrer) do tempo”. (FAUSTO, 1987, p. 34)

impondo regras e diretrizes aos postulantes de cargos eletivos, bem como estabelecendo insígnias dos atores políticos “confiáveis” em contrapontos aos “lenientes com a inflação”. Iniciava-se, assim, a “República do Real”. De fato, as atas demonstram o primeiro termo como baluarte para a manutenção e funcionamento do segundo. Sob a luz da economia política, pressupunha-se um regime de acumulação financeirizado (PAULANI, 2009), com as finanças exercendo papel hegemônico (POULANTZAS, 1977) através de acordos políticos internos.

Institucionalmente, o Banco Central do Brasil (BACEN) tornou-se o principal operador do modelo, apresentando-se como peça-chave para sua manutenção. Nesse contexto, pode-se reafirmar porque as atas do Comitê de Política Econômica tornaram-se objeto dessa pesquisa. Sua relevância para a manutenção desse arranjo é inigualável. O Copom foi transformado em *locus* privilegiado desse movimento, pois determinava o preço do principal elemento dessa dinâmica, qual seja, o dinheiro, utilizando, principalmente, da taxa básica de juros. Em seu conjunto, a análise realça o papel central de duas variáveis para o sucesso dessa trajetória: o comportamento da já citada taxa básica de juros e também da taxa de câmbio, por meio de sua valorização.

Portanto, a pesquisa investiga, através do estudo das atas, os elementos e as formas assumidas pela hegemonia do capital financeiro a partir de 1998 (data das primeiras atas analisadas), além das linhas de continuidade e descontinuidade entre o último governo Fernando Henrique Cardoso e os dois mandatos de Lula, no âmbito da política monetária de cada governo. Apesar de manter a hegemonia durante os anos Lula, verifica-se um reposicionamento no interior do bloco no poder a partir dos anos 2004 e 2005, com um novo impulso. Segundo Boito Júnior (2012), trata-se da burguesia interna, evidenciada basicamente pelas preocupações da então diretoria do Copom em relação a possíveis pressões de demanda agregada e resultados positivos verificados do setor externo, construção civil e serviços. Portanto, considera-se que o grande impasse surge na relação entre o setor financeiro e o restante da burguesia interna, em termos de configuração de classes na sociedade brasileira entre a última década do século XX e a primeira do XXI.

## 1.5 PLANO DE ESTUDOS

O exposto nessa introdução se desdobra na análise posterior. Em um primeiro momento, debruça-se na metodologia do trabalho, centrando-se na economia política de Karl Marx e Nicos Poulantzas com ferramentas que permitem um novo desdobrar de alguns conceitos hegelianos e

marxianos. Afinal, por que através do estudo das atas podem-se comprovar as hipóteses dessa pesquisa? A seguir, uma breve análise do panorama do Plano Real em 1994, principalmente em seu primeiro período, ou seja, do ano de sua implementação até o final do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, no ano de 1998. Decidiu-se separar a análise por mandato presidencial, com subseções referentes às três fases do Plano Real, de acordo com a pesquisa empreendida:

- a) fase da âncora cambial até a maxidesvalorização de janeiro de 1999;
- b) fase do sistema de metas para a inflação pré-2005, quando se consolida a hegemonia financeira no bloco no poder;
- c) fase do sistema de metas pós-2005, momento em que aparecem os primeiros sinais de uma reacomodação no interior do bloco no poder em benefício de parcela da burguesia interna.

O estudo separou documentos referentes aos períodos dos presidentes Fernando Henrique Cardoso e Lula, bem como das dinâmicas ligadas especificamente a cada “momento” do Plano. Ainda em relação ao estudo das atas, salienta-se a priorização das partes “interpretativas” dos relatos das reuniões do Copom, verificando seus números e índices sob o prisma daqueles que participaram dos respectivos encontros. Em destaque, primeiramente, as “Diretrizes de Política Monetária”, até o início do ano de 2003, quando se realiza, por parte do Copom, uma alteração substancial na forma em que se apresenta o documento. A partir daí, a seção “Implementação da Política Monetária” ganha relevância.

Deve-se exclusivamente a fatores históricos, a escolha das atas analisadas. Foram priorizados os documentos que sucediam fatos relevantes da histórica econômica brasileira contemporânea, como a maxidesvalorização do ano de 1999 ou o estopim da crise do *subprime* em setembro de 2008. Optou-se pelos relatos do Copom que empreendiam mudanças na política monetária, especificamente, alterações nos ciclos de alta ou baixa da taxa básica de juros, referencialmente a partir do ano de 2005. Não há nenhuma análise de ata cuja escolha tenha sido feita para além desses dois critérios.

A proposição da investigação, em termos hegelianos, tem base na construção do conceito de República do Real. Por fim, a conclusão do trabalho, sobre as hipóteses constituídas ao longo dessas páginas e as evidências encontradas naquilo que se considera os principais veículos do discurso do Copom: as atas de suas reuniões.

## 2 PERCURSO METODOLÓGICO: DAS CLASSES À FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITAL

Este trabalho não se baseia em variáveis estatísticas, regressões econométricas, cálculo ou qualquer outro instrumental algébrico. Aqui, refere-se a conceito, sua reflexão e lógica. O estudo debruça-se sobre uma perspectiva analítica, um cenário sob o qual o problema encontra sentido. Não as ferramentas e análise em si, mas sim a lógica própria que faz de uma ideia um conceito. Nesse panorama ontológico, o horizonte pelo qual o conceito se estende é a dialética hegeliana. Por mais que, a priori, a luz totalizante do movimento do Conceito pareça uma ingenuidade analítica (capaz de funcionar, em alguns casos, como uma “régua” histórica, expondo medições e avaliando determinados eventos sob as lentes da totalidade), é justamente sua contradição imanente, esse vazio positivado por seu próprio movimento, que introduz sentido à Ideia.

Em síntese: o processo histórico constrói seu caminho através da contingência. O concreto, no caso, que se chama muitas vezes de aparência, não é apenas exteriorização, manifestação da essência do movimento, porém emerge, em si, contendo parte do próprio Universal. Assim como o valor de troca, em Marx (2014), somente *vem a ser* sob os auspícios do valor de uso, o abstrato encontra-se consigo mesmo no concreto, em sua forma e contornos. Desse modo, tendo como base a visão hegeliana, esse trabalho expõe em seus pilares metodológicos, os principais conceitos utilizados na investigação das classes e frações de classe.

### 2.1 MARX, CLASSES E FRAÇÕES DE CLASSE

Uma das grandes frustrações de todo leitor e estudioso de Marx encontra-se no capítulo LII do livro III de *O Capital*, no qual, após uma breve introdução e apresentação das três principais classes (capitalistas, trabalhadores e proprietários de terras), surpreende-se com uma frase sucinta: “[interrompe-se aí o manuscrito]” (MARX, 2008, p. 1164). Provavelmente adicionada por Friederich Engels, o organizador dos manuscritos que formaram os livros II e III de *O Capital*.

Marx faleceu em 1883 e deixou inacabados os textos que depois viriam compor o volume III de sua principal obra da maturidade (assim como os textos que formariam o livro II). O relato dessa interrupção justifica-se pela importância que assume nesta pesquisa o tema das classes sociais, suas frações e seus momentos de disputa, isto é, a luta de classes.

Possivelmente nenhum autor utilizou de maneira tão primorosa os conceitos de classe e frações de classe em análises históricas. De fato, anteriormente, a abordagem sobre classes sociais aparece em estudos históricos de Adam Smith, em seu *A Riqueza das Nações*. David Ricardo também faz uso desse instrumental para expor sua dinâmica da distribuição do excedente econômico. Porém, o conceito em Marx ganha novo fôlego, ao discorrer sobre a produção e distribuição da riqueza, ambas regidas pela disposição das classes no interior de uma sociedade capitalista. É por isso que se pode atrelar a ordem metodológica desse estudo à economia política, mais especificamente, a crítica marxiana à economia clássica de Adam Smith e David Ricardo. A dialética que perpassa a análise da mercadoria, seu fetichismo, bem como a lógica do capital e seus resultantes econômicos, são os pilares que norteiam essa pesquisa. Duas obras são fonte para as análises políticas. No caso da investigação exposta, têm-se dois pontos: *O 18 Brumário de Luís Bonaparte* e *A Luta de Classes na França*.

### **2.1.1 A primeira vez como tragédia, a segunda como farsa<sup>1</sup>**

Marx não se refere a uma ironia da história: tio e sobrinho ocupando a posição de líder político, separados por 37 anos. Após a deposição do famoso Napoleão e o restabelecimento da casa dos Bourbon, através de Luís XVIII, esperou-se por mais de três décadas até que a república francesa iniciasse um retorno através de outro Napoleão, agora o Terceiro.

Por mais que possa parecer ironia, o processo, na verdade, era uma farsa encarada como tal, mas vivida como tragédia: a caricatura do primeiro empossado no seu sucessor expunha a verdade sobre o momento francês no início da segunda metade do século XIX. Antes da história de um indivíduo, no caso, Luís Bonaparte (Napoleão III), Marx projeta o movimento que o engendra através dos cenários econômico e político franceses. As classes e frações de classes na França estavam em movimento, do qual se revelou o novo Napoleão.

No texto, o autor constrói análise de um momento histórico específico, o papel da luta de classes no cerne do processo histórico, bem como aprofunda sua teoria sobre o Estado, caracterizando-o como encarnação da dominação de classe. Apresentou-se o golpe de Luís Bonaparte como mais uma página da dominação burguesa. Sem mais condições de executar sua própria hegemonia, através da república parlamentarista, a burguesia francesa entregou o

---

<sup>1</sup> “Em alguma passagem de suas obras, Hegel comenta que todos os grandes fatos e todos os grandes personagens da história mundial são encenados, por assim dizer, duas vezes. Ele se esqueceu de acrescentar: a primeira vez como tragédia, a segunda como farsa. Caussidère como Danton, Louis Blanc como Robespierre, a Montanha de 1848-51 como a Montanha de 1793-95, o sobrinho como o tio. E essa mesma caricatura se repete nas circunstâncias que envolvem a reedição do 18 de brumário!” (MARX, 2011, p. 25)



aparato estatal ao que Herbert Marcuse, no prólogo, chama de “líder carismático”. É o jugo burguês por procuração:

Todo e qualquer interesse comum foi imediatamente desvinculado da sociedade e contraposto a ela como interesse mais elevado, geral, subtraído à atividade dos próprios membros da sociedade e transformado em objeto da atividade governamental, desde a ponte, o prédio escolar e o patrimônio comunal de um povoado até as ferrovias, o patrimônio nacional e a universidade nacional da França. A república parlamentar, por fim, na sua luta contra a revolução, viu-se obrigada a reforçar os meios e a centralização do poder do governo para implementar as medidas repressivas. Todas as revoluções somente aperfeiçoaram a máquina em vez de quebrá-la. Os partidos que lutaram alternadamente pelo poder consideraram a tomada de posse desse monstruoso edifício estatal como a parte do leão dos despojos do vencedor.” (MARX, 2011, p. 140)

A própria estrutura da máquina estatal montada pelo parlamentarismo francês voltou-se contra a burguesia, incapaz de conter a agitação do pós-1848. O aumento da mobilização do proletariado parisiense, tão citado por Marx, porém ainda incapaz de ocupar, por suas próprias forças, o aparelho de Estado<sup>2</sup>, colocou as duas opções com que lida a burguesia francesa em 1852: despotismo ou anarquia. Os burgueses preferiram a primeira opção e, nesse momento, surgiu a viabilidade de Luís Bonaparte. Decidiu-se por uma alternativa de força em um momento de fraqueza. A burguesia se rende a sua própria verdade: não há república que resista aos reclames do capital.

O golpe respondeu a uma dinâmica do capitalismo francês. Não há dúvida quanto à força social primordial que move as classes hegemônicas nessa dinâmica. Parafraseando Sartre<sup>3</sup>, a lógica do capital precede a essência, mas também, nesse caso, a existência. Não há horizonte para além desse cenário e a sociedade francesa experimentou seus transtornos inerentes.

A tese de Marx expõe que, por trás das diatribes entre monarquistas defensores da casa de Bourbon e os orleanistas, há outros interesses, vinculados à ordem econômica e a seus

---

<sup>2</sup> “Essa derrota relegou o proletariado ao segundo plano da cena revolucionária. Ele tenta projetar-se à frente toda vez que o movimento parece tomar um novo impulso, mas isso ocorre com energia e resultado cada vez menores. Sempre que a efervescência revolucionária tomou conta de uma das camadas sociais acima dele, o proletariado se aliou a ela e, em consequência, compartilhou todas as derrotas sucessivas sofridas pelos diferentes partidos. Porém, esses golpes subsequentes tornaram-se cada vez mais atenuados à medida que se distribuíram sobre toda a superfície da sociedade.” (MARX, 2011, p. 35)

<sup>3</sup> “O existencialismo ateu que eu represento é mais coerente. Ele declara que, se Deus não existe, há pelo menos um ser em quem a existência precede a essência, um ser que existe antes de poder ser definido por algum conceito, e que este ser é homem, ou, como diz Heidegger, a realidade humana. Que significa dizer que a existência precede a essência? Significa que o homem primeiro existe, se encontra, surge no mundo, e que se define depois. O homem, tal como o existencialista o concebe, se não é definível, é porque de início ele não é nada. Ele só será em seguida, e será como se tiver feito.” (SARTRE, 2009, p. 619)

rendimentos: se os primeiros tinham seus olhos voltados para a grande propriedade fundiária, os segundos expunham-se às altas finanças, ou, nas palavras do autor, à “dinastia do dinheiro”.

Já Bonaparte, vendo-se entre as duas frações de uma mesma classe (no caso, a burguesia francesa), apoia-se nos campesinatos. “Bonaparte representa uma classe, mais precisamente, a classe mais numerosa da sociedade francesa: os camponeses parceleiros.” (MARX, 2011, p. 142). Para atender os interesses da burguesia, Napoleão alicerçou-se em uma fração de classe não hegemônica, incapaz de se auto-organizar. Sua mobilização, naquela conjuntura, consta como fruto de um movimento “de cima”, do próprio Napoleão e da máquina estatal que assumiu. Estavam lançadas as bases de um período que durou até a derrota francesa na Guerra Franco-Prussiana:

Os camponeses parceleiros constituem uma gigantesca massa, cujos membros vivem na mesma situação, mas não estabelecem relações diversificadas entre si. O seu modo de produção os isola uns dos outros, em vez de levá-los a um intercâmbio recíproco. O isolamento é favorecido pelos péssimos meios de comunicação franceses e pela pobreza dos camponeses. A sua unidade de produção, a parcela, não permite nenhuma divisão de trabalho no seu cultivo, nenhuma aplicação da ciência ou multiplicidade no seu desenvolvimento, nenhuma diversidade de talentos, nenhuma profusão de condições sociais. Cada família camponesa é praticamente autossuficiente, produzindo diretamente a maior parte do que consome e obtendo, assim, os seus meios de subsistência. Há a parcela, o camponês e a família. Sessenta conjuntos desse tipo constituem um povoado. Sessenta povoados, um departamento. (MARX, 2011, p. 142)

A incapacidade de auto-organização do campesinato surgiu como algo vital para o sucesso de Bonaparte em sua política. Apareceu como o representante dos camponeses, frente à burguesia e também a toda sociedade francesa. Um grupo social não organizado através de seus próprios meios, não mobilizado a partir de sua própria força e, conseqüentemente, tendo seus interesses obscurecidos por uma dinâmica social que lhes é estranha, decidiu os destinos da política nacional francesa, a começar pela década de 1850.

A burguesia, sob os escombros de 1848 e o espectro tão famoso do comunismo<sup>4</sup>, indicou que era o momento de revelar a verdade sobre sua própria dominação. A farsa de Bonaparte repetia a tragédia do tio e as desavenças entre os defensores dos Bourbon e os de Orleans se desvaneceu. Sob Napoleão III estava salva a dominação burguesa na sociedade francesa. A hegemonia agora não escondia seu rosto, antes o revelava, não se refugiava, mas aparecia em seus próprios contornos:

---

<sup>4</sup> “Um espectro ronda a Europa – o espectro do comunismo. Todas as potências da velha Europa unem-se numa Santa Aliança para conjurá-lo: o papa e o czar, Metternich e Guizot, os radicais da França e os policiais da Alemanha”. (MARX, 2005, p. 39)

[...] na medida em que existe um vínculo apenas local entre os parceiros, na medida em que a identidade dos seus interesses não gera entre eles nenhum fator comum, nenhuma união nacional e nenhuma organização política, eles não constituem classe nenhuma. Por conseguinte, são incapazes de fazer valer os interesses da sua classe no seu próprio nome, seja por meio de um Parlamento, seja por meio de uma convenção. Eles não são capazes de representar a si mesmos, necessitando, portanto, ser representados. O seu representante precisa entrar em cena ao mesmo tempo como o seu senhor, como uma autoridade acima deles, como um poder governamental irrestrito, que os proteja das demais classes e lhes mande chuva e sol lá de cima. A expressão última da influência política dos camponeses parceiros consiste, portanto, no fato de o Poder Executivo submeter a sociedade a si próprio. (MARX, 2011, p. 143)

O cerne da análise de Marx perpassa a dinâmica da luta de classes. Para além da imagem imediata dos atores políticos envolvidos, há seus interesses econômicos. Superando a disputa entre grupos monarquistas, há a propriedade fundiária e as finanças. A trajetória metodológica é conhecida: parte do concreto ao abstrato e, após, retorna-se ao concreto com novo status, o concreto pensado (MARX, 1978). Aquilo que aparentemente era uma disputa entre partidários dos Bourbon e os de Orleans revelou-se como choque entre duas frações da classe burguesa. O quê surgiu como momento de fraqueza da burguesia francesa, transfigurou-se em dominação sem máscaras através de Napoleão III. Representava o papel da luta de classes em meio à contingência.

### 2.1.2 As lutas de classe na França

Na publicação de 1850, Marx usa como palco a França entre os anos de 1848 e 1850. A análise é anterior ao *18 de Brumário de Luís Bonaparte*, tanto em sua elaboração quanto ao período em observação, já que em *As lutas de classe*, o autor investiga o período que antecede a eleição de Luís Bonaparte, bem como a formação do chamado Partido da Ordem e a constituição da república constitucional<sup>5</sup> francesa. Assim como em *O 18 de Brumário*, a atenção do autor recai sobre a dinâmica de classes e frações de classe na sociedade francesa a partir do desenrolar de um caso concreto. Os eventos de 1848 deságuam em 1852. Toda trajetória aí exposta revelou os movimentos da contrarrevolução na França do pós-1848. O enfraquecimento paulatino do proletariado industrial, a formação da república constitucional como modelo para o domínio da grande burguesia francesa, principalmente, o que Marx (2012) chamou de “aristocracia financeira”. É na república constitucional que as facções monarquistas da política

---

<sup>5</sup> “Com a Assembleia Nacional Legislativa estava completo o fenômeno da *república constitucional*, isto é, da forma republicana do Estado, em que se constituiu o domínio da classe burguesa, portanto, o domínio comum das duas grandes facções monarquistas que compõem a burguesia francesa, o domínio dos legitimistas e orleanistas coligados, o domínio do *Partido da Ordem*” (MARX, 2012, p. 105)

francesa encontraram a possibilidade da dominação burguesa. Entre legitimistas<sup>6</sup> e orleanistas<sup>7</sup>, restou a república. Para o autor, por trás dos interesses monárquicos estavam interesses de classe: à sombra dos Bourbon detinha-se a grande propriedade fundiária. Já Orléans encontrava-se sob os desígnios das finanças. Para Marx, eram esses interesses que se escondiam por entre o jogo de casas monárquicas. Em termos de classe, resultou apenas a dominação burguesa, expressando através da república constitucional:

A classe burguesa desagregou-se em duas grandes facções, que haviam se revezado no monopólio do domínio, a saber, a *grande propriedade fundiária* sob a *monarquia restaurada* e a *aristocracia financeira* com a *burguesia industrial* sob a *monarquia de julho*. *Bourbon* era o nome real que representava a influência preponderante dos interesses de uma das facções, Orléans a designação real que representava a influência preponderante dos interesses da outra facção – *o reino sem nome da república* foi a única coisa em que as duas facções eram capazes de sustentar, em um domínio homogêneo, o interesse comum de sua classe sem renunciar à sua rivalidade mútua. Se a república dos burgueses não podia ser senão o domínio de toda a classe burguesa, aperfeiçoado e manifesto em sua forma mais pura, ela poderia ser algo diferente do que o domínio dos orleanistas complementados pelos legitimistas e dos legitimistas complementados pelos orleanistas, ou seja, a *síntese da restauração e da monarquia de julho?* (MARX, 2012, p. 98)

Em tal conjuntura, surgiu o nome de Luís Bonaparte. Diferentemente de em *O 18 de Brumário*, o autor não enfatiza o papel dos camponeses parceiros para sua ascensão, entretanto, realça o descontentamento do que chamou de “pequenos burgueses”, já sem o amparo da grande burguesia como caracterizou o período de lutas contra o proletariado industrial. Essa frustração, insatisfação que leva a ascensão do “líder carismático” (utilizando o termo de Herbert Marcuse), acima das classes, exercitaram a dominação burguesa por procuração da própria burguesia e sob o aparato estatal criado por essa mesma classe.

Considerada a dinâmica política do período, ambos livros, *O 18 de Brumário* e *As Lutas de Classes* devem ser visto como um exercício conjunto, duas obras cujo único percurso é a França do final da década de 1840 e do início da década de 1850. As duas, expondo o movimento de classes de uma sociedade capitalista específica, revelam a dominação burguesa. Sem os arroubos ideológicos, as diatribes políticas, os rompantes de oratória, tem-se a dominação crua, um Luís Bonaparte. Marx descreve o movimento de perda de legitimidade da burguesia como classe dominante, o enfraquecimento de seu partido e sua escolha pela dominação por procuração.

<sup>6</sup> Partidários da dinastia de Bourbon, cujo governo estendeu-se de 1589 a 1793 e durante o período da restauração, entre os anos de 1814 a 1830.

<sup>7</sup> Partidários da dinastia de Orléans, governo da França durante a Monarquia de Julho, entre os anos de 1830 a 1848.

### 2.1.3 As classes reveladas

Esse é o arcabouço da análise marxiana. As classes e frações de classe revelam-se no decorrer do processo histórico. Aquilo que se escondia, enfim, aparece por trás das mistificações ideológicas. Para além da defesa dos legitimistas, há a grande propriedade fundiária, assim como uma análise mais profunda dos defensores de Orléans leva aos interesses das finanças. Por trás do véu monarquista, revela-se a grande burguesia francesa. São esses interesses subterrâneos que, emergindo muito precariamente, influenciam a história e as alternativas políticas em meio à contingência. A metodologia de Marx, como afirmado anteriormente, vai do concreto ao abstrato, da aparência à essência, para posterior retorno. Elabora-se o concreto pensado, avaliado agora sob a luz da totalidade histórica. A existência perpassa por dois momentos: um, em que o abstrato compõe o sentido do ser, o Espírito em estado puro; outro, em que esse mesmo Espírito se exterioriza à realidade mundana.

Ocorre algo similar na análise do processo histórico. Primeiramente, as classes e suas frações possuem sentido “em-si” (para usar o termo de Luckács, 2003), para depois revelarem-se em “para-si” pragmático. Eis a essência da questão: as determinações econômicas, “em última instância”, dão a tônica do movimento do ser. Demonstram-se as classes analisadas pela perspectiva de seu papel na acumulação de capital. Em outras palavras, utilizando os termos do famoso prefácio: “Não é a consciência dos homens que determina o seu ser; ao contrário, é o seu ser social que determina sua consciência. (MARX, 2008, p. 47), a infraestrutura rege a superestrutura. Desse modo, há uma causa preponderante e o papel do pesquisador é investigá-la, tomar conhecimento desse fulgor econômico por trás das movimentações políticas, dos acordos, da fraseologia e das imagens ideológicas. Apesar da relevância da contribuição de Marx no estudo das classes e suas frações, pretende-se nesse trabalho ampliar o instrumental analítico.

Esta pesquisa busca um *detour* (KOSIK, 1985), uma síntese que signifique o concreto observado. Nesse sentido, parte das classes e suas respectivas frações rumo ao movimento histórico e seu conteúdo latente. Assim, o trajeto inicia nas classes, porém não se encerra nos contornos de seus conceitos. O modo como estruturam uma forma de dominação, construindo sua própria hegemonia, apresenta-se como elemento importante de investigação. Portanto, tendo em vista elevar a eficácia das ferramentas de análises, bem como abarcar novos conceitos que auxiliem na compreensão do período em estudo, o trabalho utiliza o conceitual analítico de Nicos Poulantzas e seu bloco no poder.

## 2.2 POULANTZAS, ESTADO-RELAÇÃO E BLOCO NO PODER

Para a análise, a base está na contribuição de Nicos Poulantzas, através dos livros *Poder Político e Classes Sociais*, trabalho em que expõe seus principais conceitos de maneira mais acabada, e *O Estado, O Poder, O Socialismo*. A influência de Louis Althusser aparece, tendo em vista sua preocupação com as questões ideológicas, contudo, os principais conceitos com os quais se trabalha nessa pesquisa referem-se a seu bloco no poder.

Conforme dito na introdução, as transformações econômicas e políticas sob as quais o autor se debruça fazem de seus conceitos como classe detentora e cena política, cernes da investigação. A própria luta de classes obtém centralidade ímpar, marcando uma descontinuidade com o pensamento marxista de então. Para Poulantzas (2000), o Estado não representa apenas reflexo das disputas entre classes e frações de classe. Não se constrói como simples imagem dessa dinâmica. Antes disso, a própria luta de classes já está inserida no aparelho estatal. Em outras palavras, luta de classes e Estado não são distintos na dinâmica política, mas compõem em si o mesmo processo:

[...] o estabelecimento da política do Estado em favor do bloco no poder, o funcionamento concreto de sua autonomia relativa e seu papel de organização são organicamente ligados a essas fissuras, divisões e contradições internas do Estado que não podem representar simples acidentes disfuncionais. *O estabelecimento da política do Estado deve ser considerado como a resultante das contradições de classe inseridas na própria estrutura do Estado* (o Estado-relação). Compreender o Estado como a condensação de uma relação de forças entre classes e frações de classe tais como elas se expressam, sempre de maneira específica, *no seio do Estado*, significa que o Estado é constituído-dividido de lado a lado pelas contradições de classe. (POULANTZAS, 2000, p. 134)

O trecho acima argumenta quanto ao posicionamento da luta de classes no movimento no qual se insere o Estado. O Estado-relação (POULANTZAS, 2000) já é a própria disputa social, não puramente reflexo dela, porém internaliza suas próprias contradições e a posição relativa de cada fração de classe. Desse modo, a luta de classes interioriza-se no seio do próprio Estado fazendo com que sua prática represente, ela própria, a dinâmica da luta de classes. O Estado capitalista nunca é só burguês, expressando o emaranhado de relações sociais que permitem a predominância dos interesses da burguesia. Há espaço para a representação no corpo estatal mesmo de classes e frações de classe dominadas, como, por exemplo, a classe trabalhadora. É nesse cenário, com a noção de Estado-relação, que Nicos Poulantzas insere o conceito de bloco no poder.

### 2.2.1 O bloco no poder e a cena política

Poulantzas enfatiza que seu conceito de bloco no poder não vem sozinho, porém converge para o Estado-relação, exposto acima, apresentando-se como uma especificidade do Estado capitalista, na forma com que se relaciona com as classes dominantes. O bloco no poder não surge como um conceito a-histórico ou mesmo utilizável para qualquer conjuntura política fora dos marcos do capitalismo. Designa a maneira como uma hegemonia se consolida no interior do aparelho estatal, como o arcabouço de Estado assume as contradições sociais que dão ênfase a dinâmica capitalista. Nas palavras do autor:

Podemos estabelecer, nestas formações, a *relação* entre, *por um lado*, um *jogo* institucional particular inscrito na estrutura do Estado capitalista, jogo que funciona no sentido de uma unidade especificamente política do poder de Estado, e, *por outro lado*, uma configuração particular das relações entre as classes dominantes: essas relações, na sua relação com o Estado, funcionam no seio de uma unidade política específica recoberta pelo conceito de bloco no poder. (POULANTZAS, 1977, p. 224)

O próprio Estado torna possível a constituição da relação hegemônica de certa forma estável. A classe ou fração hegemônica não impõem seus interesses e demandas. Através do conceito de Estado-relação, elabora a síntese da hegemonia de determinada classe ou fração de classe. Assim, resolve de certa maneira os impasses lançados pela luta de classes. Ele sedimenta, consolida em seu próprio interior a instabilidade inerente da disputa social e, justamente essa introspecção das contradições sociais sob a forma de hegemonia de determinada classe ou fração de classe, apresenta-se sob o conceito de bloco no poder. Esse não surge apenas como a construção de determinada predominância social, mas o que permite efetivamente sua viabilidade, transformando o Estado em instrumento ativo na construção de determinada hegemonia. “Indica assim a unidade contraditória particular das classes ou frações de classe politicamente dominantes, na sua relação com uma forma particular do Estado capitalista.” (POULANTZAS, 1977, p. 229).

Contudo, esse movimento não se reflete de maneira linear por sob os escombros da disputa social. Nesse ínterim, surge o quê Poulantzas (1977) chamou de cena política, ou seja, a movimentação dos partidos políticos dentro de um cenário político e ideológico específico. Segundo o autor: “este espaço permite precisamente circunscrever a defasagem entre, por um lado, o campo das práticas políticas de classe – bloco no poder – em uma forma de Estado, e por outro, a sua representação por partidos em uma forma de regime” (POULANTZAS, 1977, p. 230). Em suma, o bloco no poder nem sempre coincide com os movimentos verificados na

cena política. Se o primeiro elemento encontra seu conteúdo na dinâmica de classes, o segundo exhibe certas defasagens justamente por não se inserir no campo das classes sociais. Seus movimentos são os produzidos por partidos políticos ou pela opinião pública:

O espaço da cena política tem, pois, em Marx, uma função bem precisa: é o lugar onde é possível referenciar uma série de defasagens entre os interesses políticos e as práticas políticas das classes, por um lado, e a sua representação partidária, os próprios partidos políticos por outro. A cena política, como campo particular, de ação dos partidos políticos, encontra-se frequentemente defasada em relação às práticas políticas e ao terreno dos interesses políticos das classes, representadas pelos partidos na cena política: essa defasagem é pensada por Marx através da sua problemática da ‘representação’. (POULANTZAS, 1977, p. 242)

Observa-se dois campos: um, relacionado ao conceito de bloco no poder, vinculado à dinâmica das classes sociais e suas respectivas frações; outro, referente às representações partidárias, com deslocamento das classes e das formas que assumem na cena política. No entanto, não há necessariamente correspondência direta entre classes, frações de classes e os atores integrantes da cena política. Desse modo, não é preciso que finanças ou capital industrial, por exemplo, possuam seus interesses representados por um partido político absolutamente seu, ou mesmo que trabalhadores traduzam suas demandas através de agrupamentos políticos “puros”. O caso brasileiro demonstra que, na maioria das vezes, essa linearidade entre bloco no poder e cena política não ocorre, fazendo com que os interesses das classes e suas respectivas frações surjam em organizações aparentemente desvinculadas da dinâmica de classes. Portanto, apesar da influência do bloco no poder sob a cena política, a segunda não se apresenta como um espelho da primeira.

### 2.2.2 Classes reinantes e classes detentoras

Outros dois conceitos relevantes na análise de Poulantzas (1977) referem-se à nomeação da classe reinante e da classe detentora. Se o bloco no poder emerge da dinâmica de classes, sintetizando a construção de determinada hegemonia, tanto as classes reinantes como as detentoras ligam-se à cena política, pois são vinculadas à representação partidária:

Este caso [da burguesia industrial sob Louis-Philippe] apresenta uma tal importância, que Marx foi obrigado a indicá-lo distinguindo nitidamente classes ou frações *politicamente dominantes*, participando do bloco no poder, e classes ou frações *reinantes*, cujos partidos políticos se encontram presentes nos lugares dominantes da cena política [...] por outro lado, os *deslocamentos*, no interior do campo das políticas, não coincidem também com os da cena política. Um deslocamento do índice de



hegemonia de uma classe ou fração para uma outra no bloco no poder, não coincide necessariamente com os deslocamentos de representação partidária na cena política, e não corresponde, por exemplo, necessariamente a passagens do fundo para a boca da cena. E mais: pode acontecer que a classe ou fração *hegemônica* do bloco no poder *esteja ausente* da cena política. A defasagem entre classes ou frações politicamente dominantes, por um lado, e reinantes, por outro, traduz-se aqui por uma distinção entre a classe ou fração hegemônica e a classe ou fração reinante exemplo, o caso da burguesia no fim do regime de Bismarck. (POULANTZAS, 1977, p. 244)

Poulantzas (1977) é certo quanto às diferenças entre classe ou fração hegemônica e classe ou fração reinante. Se a primeira se relaciona ao bloco no poder, a segunda vincula-se à cena política e à representação partidária, podendo existir, inclusive, um espectro hegemônico não diretamente representado na cena política. Novamente, de acordo com trecho citado acima, aparece a noção de deslocamento, conceito que auxilia na compreensão nas distorções verificadas entre o bloco no poder e a cena política.

Por fim, o autor expõe o que chamou de classe detentora, ou seja, a classe ou fração de classe vinculada ao exercício burocrático das funções de Estado, ao seu cotidiano, aos cargos ocupados no interior do aparelho estatal. Diferentemente da classe ou fração hegemônica que coordena a função estratégica do Estado, bem como da classe ou fração reinante, ocupando o cerne da disputa partidária, a classe ou fração detentora vincula-se ao exercício da burocracia civil e militar:

Conviria não confundir classe ou fração hegemônica, aquela que, em última análise, detém o poder político, com classe ou fração que constitui o “*detentor*” do aparelho de Estado. Esta última é, em Marx, a classe ou fração m que se recruta o pessoal político, burocrático, militar etc., que ocupa as “cúpulas” do Estado. (POULANTZAS, 1977, p. 244)

A contribuição de Nicos Poulantzas constrói o instrumental necessário para a análise da dinâmica de classes e a forma como determinada classe ou fração de classe exerce hegemonia, os contornos que assume e como comporta o movimento de luta de classes estabelecido no interior de uma sociedade capitalista. Pode-se dizer que é a visão de Poulantzas (1977) que estrutura a tese central desse trabalho. Afinal, o que é o Plano Real se não instrumento para a institucionalização de determinado bloco no poder? Como se poderiam utilizar as atas do Banco Central como objeto de pesquisa, caso não se considerasse que é no interior do próprio Estado brasileiro que a luta de classes se “resolve”? De fato, a hipótese que o Estado institucionaliza certo modelo de acumulação e seu correlato bloco no poder através de um plano de estabilização monetária e constituição de nova moeda, inunda-se nos trabalhos referidos do autor. A partir de conceitos elaborados pelo filósofo grego, constroem-se não apenas as hipóteses de trabalho, como a própria pergunta que embasa essa pesquisa: qual classe ou fração de classe possui

efetivamente capacidade de impor seus interesses e demandas no cenário econômico nacional durante o período analisado?

### 2.3 FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITAL: A TOTALIDADE DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO

Considera-se, no presente estudo, que o processo de financeirização do capital apresenta-se como parte da totalidade histórica do capitalismo contemporâneo brasileiro. Afora, como momento ulterior de consolidação do “poder burguês e da dominação burguesa” (FERNANDES, 1975, p. 203). A acumulação financeirizada representa a maturação do processo de construção e consolidação do capitalismo brasileiro e da formação de uma sociedade de classes (FERNANDES, 1968). Nessa premissa, surge movimento de longo prazo que não apenas estrutura a economia do país, como também atribuiu sentido a uma série de fenômenos econômicos, políticos e sociais em cujo cerne encontra-se a acumulação de capital em bases financeiras. Apresenta-se, como pano de fundo no qual se desenrola esta pesquisa, o conteúdo que organiza um concreto aparentemente caótico e sem sentido em um todo imbuído de significado.

No cenário brasileiro, a financeirização responde aos impasses do modelo de substituição de importações. Igualmente, na década de 1930, quando inaugurou a égide do capital industrial como principal motor na acumulação de capital da economia brasileira (MELLO, 1982; SILVA, 1976), a década de 1980 traz as sementes das finanças e sua hegemonia (TAVARES, 1997). No entanto, seus elementos originais encontram-se no quadro global. É a partir do choque de juros realizado pelo Federal Reserve System (Fed), com Paul Volcker, que tem início um processo de retomada de hegemonia por parte das finanças.

As experiências neoliberais de Ronald Reagan nos Estados Unidos e de Margareth Thatcher no Reino Unido deram a tônica para outros países ocidentais, agravada pelo fim da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS) em 1991. A crise da dívida brasileira ocorrida durante a década de 1980, seguida da hiperinflação, construiu o cenário para uma mudança estrutural na dinâmica econômica do país. Nesse ponto, aborda-se o início do processo de financeirização econômica, cujo caráter institucional mais acabado apresenta-se sob os moldes do Plano Real. A partir desse momento, a taxa básica de juros, determinada pelo Banco Central brasileiro, e a conseqüente valorização cambial, jogaram a favor do capital financeiro em detrimento de outras classes e frações de classe, como a trabalhadora e a burguesia industrial.

A vitória de Fernando Henrique Cardoso, em 1994, com posterior reeleição em 1998, sedimentou os alicerces políticos desse processo, criando o que se pode chamar de uma coalizão rentista na política nacional. A economia política brasileira construiu um novo cenário desde o fim da experiência desenvolvimentista. Se antes o capital industrial aparecia como motor do desenvolvimento econômico, a década de 1980 e o advento do neoliberalismo impuseram uma alteração de seu “centro dinâmico” (termo consagrado de Celso Furtado, 2009) em benefício dos ganhos financeiros (PAULANI, 2009).

Esse fenômeno revelou-se um movimento de longo prazo, centrado em bases políticas nacionais, internas, demonstrando a existência de um bloco no poder formado por classes e suas frações para viabilizar essa nova dinâmica econômica. Esse movimento de maior alcance, de transformação da primazia industrial em ênfase redobrada nas finanças, delinea os contornos da totalidade histórica do período analisado. Portanto, essa tese percorre seu trajeto tendo o movimento de financeirização da economia brasileira como marco teórico e alicerce central. O capitalismo em bases financeirizadas, enfim, chega ao Brasil e é a sua imagem que se reproduz no país a partir do final do século XX.

### **2.3.1 O capital portador de juros e a hegemonia das finanças**

Torna-se necessário, nesse momento, dissertar sobre o domínio do capital portador de juros no interior do processo de acumulação. Quando se refere às finanças, aponta-se para uma fração do capital, cuja classe se apropria de parte substancial da mais-valia gerada pelo processo de acumulação. No entanto, precisamente o que a diferencia de outras frações do capital é a forma que assume sua referida apropriação. Nesse sentido, em contraste com o capital industrial, por exemplo, que se apodera de parcela da mais-valia através do lucro, as finanças o fazem mediante o recebimento de juros sob seu capital (MARX, 2008).

Apesar disso, de extraírem os juros diretamente da mais-valia realizada durante o processo de valorização, os contornos dessa apropriação relacionam-se não diretamente ao processo de acumulação, mas à própria propriedade do capital. Juros, assim como a renda da terra, são rendimentos obtidos pela propriedade de determinado capital. Ligam-se ao movimento de valorização apenas indiretamente, de maneira enviesada. Assim, no interior da financeirização econômica, a forma juro passa a ganhar espaço entre outras formas de rendimento, transformando-se em parte substancial do produto gerado.

Dessa forma, tem-se aí a chave da riqueza financeira. Em um contexto em que não há, efetivamente, processo de valorização, tendo em vista que os rendimentos provêm unicamente da própria propriedade do capital, as finanças revelam um novo semblante do capitalismo, uma nova visão sobre si próprio. Considera-se nesse trabalho, que o movimento de financeirização da economia mundial inaugurou um período em que a preponderância do capitalismo industrial paulatinamente sai de cena para o advento de seu correlato financeiro. Na cena entre as finanças e o mundo, o segundo se estreita e vira propriedade. De fato, o real dessa dinâmica faz menos referência ao mundo e mais aos juros que o funda: é a relação entre as finanças e os juros da propriedade do capital que elabora a tônica do capitalismo contemporâneo:

A base teórica aqui defendida identifica diferentes formas de financiamento, cujo papel e amplitude são bem mais circunscritos do que geralmente se diz, uma configuração específica da propriedade capitalista, a saber, a propriedade patrimonial. Esta é dominada pela figura do proprietário acionista, e, mais precisamente ainda, pelo acionista institucional possuidor de títulos de empresas. A posição ocupada pela propriedade bursátil do capital coloca nas mãos dos proprietários-acionistas (que detêm ao mesmo tempo os serviços da dívida pública, que fazem dos governantes seus “devedores”) os meios de influir na repartição da renda em duas dimensões essenciais: a da distribuição da riqueza produzida entre salários, lucros e renda financeira, e a da repartição entre a parte atribuída ao investimento e a parte distribuída como dividendos e juros – essa parte é consumida ou destinada ao “moderno entesouramento”, em que os capitais são cativos da finança e redirecionados continuamente para aplicações em títulos. (CHESNAIS, 2005, p. 48)

Chesnais (2005) expõe no trecho acima o caráter central do capital portador de juros no capitalismo financeirizado. Não é difícil vislumbrar o viés altamente concentrador de renda e riqueza dessa dinâmica. Ao influir das duas maneiras citadas, as finanças direcionam o fluxo de renda nacional de acordo com seus interesses. Uma empresa exposta a esse movimento altera bruscamente seus objetivos: se no início centra-se o aumento da taxa de lucros através de elevações na produtividade do trabalho, mantendo vivo o empreendimento, agora seu objetivo principal apresenta-se na busca de rentabilidade financeira. Assim, a riqueza financeira é alçada a conquista prioritária, deslocando o sentido do empreendimento capitalista. Como afirmado anteriormente, o lucro dá lugar aos juros. A indústria cede espaço para as finanças. A propriedade de capital torna-se o cerne do movimento, ao invés do próprio processo de valorização:

A tese aqui defendida sustenta que os detentores das ações e de volumes importantes de títulos da dívida pública devem ser definidos como proprietários situados em posição de exterioridade à produção e não como “credores”. O regime de acumulação contemporâneo, ao menos tal como existe nos Estados Unidos, foi caracterizado como “patrimonial”. (CHESNAIS, 2005, p. 48)

Os efeitos da financeirização econômica perpassaram uma série de países, em especial os da periferia do capitalismo mundial. No Brasil, como em outros países latino-americanos, a exemplo de México e Argentina, combateu-se um cenário inflacionário com alta de juros através da chamada âncora cambial, como será relatado no próximo capítulo. Assim como nos dois exemplos citados, no cenário brasileiro a indústria desvaneceu sob o peso das finanças e de sua valorização cambial (CANO, 2012; OREIRO; FEIJÓ, 2010; BRESSER-PEREIRA, 2010).

Desse modo, não há como negar que a financeirização da produção capitalista possui uma face global, atingindo, nos mais variados graus, praticamente todos os países do mundo. Os resultados da adoção de políticas neoliberais possuíram caráter diverso, entretanto, produziram também dois aspectos convergentes, similares no leque de experiências históricas: a contínua dominação do capital sobre o trabalho e a ascensão das finanças como fração hegemônica da classe capitalista.

Dessa forma, o elo entre financeirização da economia e neoliberalismo surge como uma ligação umbilical: o segundo elemento é o discurso ideológico que justifica e legitima as ações que levam ao primeiro (DUMÉNIL; LÉVY, 2007). Ajuste fiscal, abertura econômica, privatizações e liberalização da conta capital foram algumas das políticas receitadas pelo Consenso de Washington. Segundo Paulani (2010):

O Consenso de Washington é o neoliberalismo para a periferia endividada e tem os seguintes pontos fundamentais: disciplina fiscal e redução dos gastos públicos, que se traduz na exigência de elevados superávits primários; aplicação de uma política monetária rígida, com metas de inflação; Estado mínimo, estimulado pelo processo de privatizações; marcha a ré no desenvolvimentismo; desregulamentação das leis trabalhistas e de outras leis relativas a direitos sociais; abertura de mercado, com menos protecionismo; e livre trânsito de capitais. (PAULANI, 2010, p. 40)

O antigo sistema de Bretton Woods, baseado em paridades fixas das moedas nacionais frente ao dólar norte-americano e deste em relação ao ouro, além de controle do fluxo de capitais internacionais, deu lugar ao câmbio flexível e a livre mobilidade de capitais. Subjuga-se, assim, a capacidade dos governos nacionais adotarem políticas econômicas autônomas. Considera-se uma análise parcial levar em conta apenas as variáveis econômicas desse movimento. Por sua amplitude, pela forma com que influenciou as relações entre países, pelo modo como alteraram a percepção e a construção das políticas públicas nacionais e por seus impactos geopolíticos, o processo somente pode ser visto em seu conjunto considerando seus aspectos políticos e ideológicos. Mais do que uma simples reacomodação do capitalismo contemporâneo em bases

financeirizadas, apresenta-se como um movimento de novo impulso da hegemonia norte-americana.

Nesse contexto, através da diplomacia do dólar (TAVARES, 1997), do uso de sua posição dominante como reserva de valor global, os Estados Unidos lograram submeter as políticas monetárias nacionais, utilizando sua taxa básica de juros e, através dela, da capacidade de direcionar o fluxo global de capitais. Considerando países como o Brasil na década de 1990, dependente de capitais internacionais para equilibrar o setor externo, a capacidade norte-americana de praticamente coordenar as taxas de juros nacionais transformou-se em poder sobre a estabilidade das moedas nacionais e, com isso, sobre a própria estabilidade das respectivas políticas internas. Escancaram-se, assim, não as bases de uma coordenação da economia internacional, mas os pilares de um poder imperial. A financeirização da economia mundial, portanto, em sua face econômica revitalizou o poder do capital financeiro, contidas pelas bombas da Segunda Guerra Mundial<sup>8</sup>. Em seu semblante político, redimensionou o poder norte-americano, tendo no dólar seu principal instrumento de coação. Nesse ponto, é interessante o relato de Fiori (2004):

Na segunda metade da década de 80, nossa pesquisa nos levou à Europa e à Ásia para estudar os efeitos internacionais das políticas de desregulação financeira, e as políticas nacionais de “ajuste” do Japão, Coréia, Itália e Espanha. E no início dos anos 90 fomos pesquisar em Washington, a nova estratégia global dos Estados Unidos, depois da Guerra do Golfo e do fim da Guerra Fria. Naquele momento ficou absolutamente claro para todos nós que a nova “ordem política e econômica emergente tinha pouco ou nada a ver com o conceito de hegemonia, e parecia muito mais próximas da ideia de um sistema imperial, [...] e que por isso, talvez estivesse definitivamente afastada a possibilidade de novas hegemonias mundiais” [...] Até porque, na década de 80 e, sobretudo nos anos 90, diminuiu significativamente a convergência de interesses entre as Grandes Potências. (FIORI, 2004, p. 08)

A financeirização respondeu as angústias da classe capitalista internacional, frente à crise da década de 1970. Já é conhecida a literatura que trata sobre tendências da economia mundial após o fim de Bretton Woods, desde a queda da taxa de lucros no período (SHAIKH, 2010), como a percepção do descenso de uma onda longa da economia capitalista global (MANDEL, 1982), levando a possíveis entraves no processo de acumulação. Desse ponto de vista, seja qual for a análise, de fato durante a década de 1970, a economia norte-americana sofreu com o que ficou conhecido como estagflação, ou seja, uma combinação de dois dos principais males que assolam o capital: estagnação e aceleração inflacionária (HOBSBAWM,

---

<sup>8</sup> Em relação às “novidades” implementadas pelo capitalismo financeiro atual, ver Galbraith (1988).

1995), em um quadro em que as saídas construídas pela síntese neoclássica<sup>9</sup> já não produziam os efeitos esperados. O cenário de crise somado aos chamados eurodólares<sup>10</sup>, em fuga das regulações bancárias norte-americanas, deram vazão para o começo de uma desregulamentação do mercado cambial, em primeiro lugar, alastrando-se posteriormente para o mercado financeiro como um todo. Para Chesnais (2005), nesse momento, o capital portador de juros sobrepujava o capital produtivo.

Dessa forma, não se trata de um movimento coordenado, convergente, uma reacomodação pacífica das políticas monetárias globais. Tudo o que não existiu, nesse caso, foi consenso. A capacidade norte-americana de moldar o fluxo global de capitais passa ao largo dos interesses nacionais em volta de uma política monetária autônoma<sup>11</sup>. É nesse contexto que o mundo capitalista conheceu a “diplomacia do dólar” (TAVARES, 2007), isto é, o manuseio do valor da moeda norte-americana, pelo Fed, com o objetivo de direcionar o fluxo de capitais em prol dos interesses dos Estados Unidos. A partir desse período, constrói-se o modelo financeirizado do capitalismo global, baseado na desregulamentação financeira lastreada pelas dívidas públicas nacionais:

Durante uma década e meia a partir do choque da política Volcker, o Fed pratica uma “diplomacia do dólar” que muda de ênfase e mesmo de direção conforme as conveniências da economia americana, no sentido de restaurá-la a uma posição firmemente dominante. Entre 1979 e 1989, o banco central americano força uma flutuação da taxa de juros do teto de 20% (servindo de umbrela para os rentistas de todos os países) para um piso de 4,5%, propiciando movimentos especulativos espasmódicos em todos os mercados financeiros relevantes – em função das tentativas de defesa contra perdas patrimoniais e da busca por novas fontes de ganho especulativo – sem que, contudo, ocorressem “fugas” do dólar, antes pelo contrário. (TAVARES; MELIN, 1997, p. 62)

Poder e dinheiro andam novamente juntos. Pode-se dizer que os norte-americanos buscavam canalizar essa massa de capital em prol de seus interesses. Logo, toda essa enxurrada

---

<sup>9</sup> “Basicamente, dentro do que se denomina na literatura econômica de Síntese Neoclássica^ se pode identificar três modelos macroeconômicos de equilíbrio walrasiano originados a partir das ideias de Keynes encontradas na Teoria Geral: modelos que formalizam as condições de equilíbrio simultâneo dos mercados real e monetário, modelos que estão centrados no comportamento da função consumo e modelos nos quais as condições de equilíbrio do mercado de trabalho estão em conformidade com os equilíbrios dos mercados real e monetário” (FERRARI FILHO, 1991, p. 341)

<sup>10</sup> “Enquanto o controle de câmbio atingia seu máximo, permitiu-se em 1958 a criação como offshore na City de Londres – isto é, com estatuto próprio, próximo ao de um paraíso fiscal – de um mercado interbancário de capitais líquidos registrados em dólares, chamado ‘mercado de eurodólares’. Essa será a primeira base de operação internacional do capital portador de juros.” (CHESNAIS, 2005, p. 38)

<sup>11</sup> “Na configuração da mundialização financeira, o capital portador de juros norte-americano tem posição à parte, tanto em razão do lugar do dólar quanto da dimensão e da segurança dos mercados financeiros norte-americanos. Ao mesmo tempo, eles são uma base a partir da qual o capital norte-americano opera nos outros mercados financeiros e o lugar ao qual convergem os capitais ociosos, a poupança dos fundos de pensão não norte-americanos e os patrimônios das classes ricas do mundo inteiro.” (CHESNAIS, 2005, p. 45)

de recursos do resto do mundo financiou não apenas o “keynesianismo bélico” (TAVARES, 1997) dos Estados Unidos, mas também a expansão de sua economia via consumo. Nesse cenário, um dos primeiros mercados desregulamentados foi o mercado de moedas, espaço que até Bretton Woods manteve-se em paridades fixas com o dólar e deste com o ouro. A moeda é um dos principais preços das economias nacionais. Toda economia capitalista é uma economia monetária e o valor da moeda nacional aparece como um dos balizadores não apenas de outras variáveis econômicas, como o investimento e o consumo das famílias, porém das próprias expectativas quanto ao futuro e o comportamento da economia. A base de toda a movimentação que compõe o início do processo de financeirização da economia mundial se deu através da liberalização do preço das moedas nacionais. O fim de Bretton Woods representou o encerramento da paridade fixa das moedas nacionais com o dólar norte-americano e deste com o ouro. O dólar passou a exercer a função de reserva de valor mundial sem correspondência alguma com qualquer tipo de lastro, como ocorria até 1972. Talvez Nixon não tivesse consciência de todas as consequências do ato de seu governo, mas, conscientemente ou não, o fim da paridade fixa jogou os preços das moedas aos sabores do setor financeiro. Em passagem de artigo sobre o capital portador de juros, Chesnais (2005) afirma:

A mundialização financeira foi preparada pelo mercado de eurodólares, depois pela passagem a um regime de taxas de câmbio flexíveis após o colapso do sistema de Bretton Woods. O mercado de câmbio foi, assim, o primeiro a entrar na mundialização financeira contemporânea. Ele permaneceu um dos mercados onde os investidores institucionais continuam a manter parte de seus ativos. (CHESNAIS, 2005, p. 44)

A partir daí, inicia-se um movimento que vai ganhando amplitude à medida que as liberalizações atingem outros mercados. A “diplomacia do dólar” não logrou êxito sem a liberalização da conta capital dos principais países. Na periferia do sistema, apesar da existência de âncoras cambiais em muitos países, o financiamento de déficit no balanço de pagamentos passou a ser realizado através de capitais externos, em sua grande maioria o conhecido *hot money*, isto é, o capital de curto prazo. No longo prazo, os Estados nacionais vivenciaram como efeitos diretos desse tipo de política, a valorização artificial de suas moedas, problemas de financiamento externo e dívida pública em ascensão. No cenário global, talvez o Plano Real tenha surgido como um dos melhores exemplos dessa lógica.



### 2.3.2 O caso brasileiro

Como referido anteriormente, o Brasil não passou incólume por esse processo. Transformou-se em plataforma de valorização financeira (PAULANI, 2009), a partir da década de 1990, principalmente aos juros altos e ao câmbio valorizado. Em um país em que as políticas de ajuste fiscal, bem como o sistema de metas de inflação, tornaram-se permanentes, adicionadas inclusive ao corpo jurídico brasileiro<sup>12</sup>, não é possível imaginar inalteradas suas coordenadas de política econômica e gestão pública. E, de fato, as mudanças foram sentidas.

O processo de abertura comercial e a chamada desestatização começaram ainda no governo Collor (1990 – 1992), porém prosseguiram mesmo após o impeachment, em dezembro de 1992. No entanto, tanto Collor quanto Itamar, seu vice que assumiu a Presidência logo após sua saída, ainda conviviam com o processo de aceleração inflacionária. No entanto, o Plano Real, na presidência de Itamar Franco, com Fernando Henrique Cardoso à frente do Ministério da Fazenda, triunfou sob a elevação contínua do nível geral de preços.

Além disso, lançou, conjuntamente às medidas de combate à inflação, a resposta brasileira ao Consenso de Washington. Como analisado no capítulo 3, nada de novo trouxe o Plano Real em termos de instrumentos econômicos, isto é, de técnica macroeconômica. O novo aparecia na chegada das políticas neoliberais de Reagan e Thatcher ao país. Pode-se dizer que o neoliberalismo no Brasil resolveu o “problema inflacionário” com a financeirização crescente da economia brasileira. Dessa forma, os resultados aqui não foram muito diferentes do cenário encontrado em outros países: elevação da dívida pública, tendência econômica à estagnação, níveis de desemprego crescentes ou sua manutenção em patamares elevados. A financeirização, como observado na grande maioria dos países que adotaram políticas neoliberais, prejudicou a dinâmica da economia real, já que seu movimento não convergiu aos anseios da produção.

Contudo, considerando que o processo de financeirização visa a atender os interesses de parcela da sociedade brasileira, mais especificamente a fração financeira da classe capitalista, pode-se dizer que nesse aspecto o plano obteve êxito ímpar. Segundo dados apresentados por Miguel Bruno e Ricardo Caffé (2015), por exemplo, a média dos juros recebidos pelo sistema financeiro nacional entre os anos de 1993 a 2003 chegou a quase 30% do Produto Interno Bruto. A renda de títulos e valores mobiliários de menos de 20% em 1995, ultrapassou os 80% doze anos depois. Isso em um cenário de perda dos ganhos financeiros oriundos do contexto

---

<sup>12</sup> Ver decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, que estabelece o regime de metas para a inflação como diretriz para a fixação do regime de política monetária brasileira. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d3088.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm).

inflacionário, porém abastecidos por uma elevada taxa básica de juros. O mesmo estudo sugere o aumento substancial dos ganhos não operacionais por parte de empresas ligadas à produção, ou seja, resultados de tesouraria não vinculados à atividade produtiva:

De um lado, dadas às oportunidades de ganhos substanciais, fáceis e rápidos com operações financeiras, a indústria manterá montantes expressivos das poupanças empresariais (lucros retidos ou não distribuídos aos proprietários e acionistas) sob a forma de ativos financeiros e isto reduzirá o ritmo de acumulação de capital industrial, entendida como o crescimento do volume de máquinas, equipamentos e instalações, que permitiriam incrementar o potencial produtivo e as condições de competitividade externa da economia nacional. (BRUNO; CAFFÉ, 2015, p. 38)

Essa dinâmica levou à queda contínua da importância da indústria no produto nacional, conforme cita Cano (2012)<sup>13</sup>. Mesmo em um contexto de possível aumento da taxa de lucros, parte substancial dos recursos das empresas parece ser canalizada para o sistema financeiro. Quanto ao comportamento da taxa de lucro, estudo de Maldonado e Marquetti (2010) sobre essa variável durante os anos de 1953 a 2003 indica a existência de três fases de movimento díspar: uma queda de aproximadamente 1,1% por ano até o início da década de 1960, seguida de leve retomada até a primeira metade da década de 1970; novamente queda, dessa vez acentuada, até o ano de 1993; e, por fim, elevação da variável até o fim do período em observação. O argumento dos autores sustenta que o movimento é explicado pela dinâmica da produtividade do capital durante o período. A queda, ainda segundo eles, tanto da produtividade do capital quanto da taxa de lucro somente foi aplacadas com a adoção de políticas de cunho neoliberais. No entanto, como frisam Marquetti; Maldonado (2010), elevação da taxa de lucro não é sinônimo de intensificação do processo de acumulação do capital:

After the adoption of neoliberalism there was no increase in capital accumulation. In the 1989-2003 period, the growth rate of the capital labor ratio was just 1 percent per year. The expansion of the growth rate of labor productivity from 0.1 percent in the 1980s to 0.8 percent in the 1989-2003 years might be explained by technical change associated with investments in information and computer technologies. Hence, during neoliberalism the Brazilian economy did not expand the growth rates of either the real capital labor ratio or real labor productivity. It contradicted the prediction of many neoliberal economists. (MARQUETTI; MALDONADO, 2010, p. 500)

<sup>13</sup> “A série histórica do Ambiente Integrado de Desenvolvimento (IDE) no Brasil, feita pelo Banco Central, mostra dados inequívocos: na década de 1980, a participação da indústria de transformação no IDE total girava em torno de 75%; essa cifra cai para cerca de 60% na de 1990 e flutua entre 30% e 40% a partir de 2001. Ao mesmo tempo, a participação dos serviços sobe e, com eles, a das atividades financeiras. O mais grave, porém, é que a média anual do IDE na indústria, o qual girava em torno de US\$ 17 bilhões na década de 1980, sobe para US\$ 25 entre 1990 e 1995, mas cai fortemente a partir daí para US\$ 8,5 bilhões entre 1996 e 2010.” (CANO, 2012, p. 835)

Políticas neoliberais de desregulamentação do mercado de trabalho e as consequências de um ajuste fiscal permanente sobre o emprego, de fato, possuem grande influência sobre a determinação da taxa de lucro. É possível lembrar as causas políticas do desemprego, assunto tratado, por exemplo, por Kalecky (1977). O enfraquecimento do trabalho, mesmo em um cenário de aumento da taxa de lucros, não foi suficiente para redinamizar a economia via investimentos, tornando a dívida pública e o mercado financeiro, para quem a primeira serve como lastro, os principais destinos do montante de capital produzido no país. Nesse contexto, torna-se nítida a participação do Estado brasileiro para a construção desse cenário, transformando o país em plataforma de rendimentos financeiros relativamente seguros, tendo em vista o nível da taxa básica aqui implementada. Portanto, a institucionalização do Plano Real, expondo o caráter oficial da acumulação financeira, demonstrou o enraizamento da hegemonia das finanças. Tornam-se efetivamente, no decorrer da década de 1990, a fração de classe hegemônica no bloco no poder cujos moldes o Real construiu. A geração do Real, dessa forma, pode ser apresentada também como a nova realidade das finanças.

### **3 O PLANO REAL EM PERSPECTIVA: BLOCO NO PODER, IMPASSES ENTRE O CAPITAL FINANCEIRO NACIONAL E BURGUESIA INTERNA E TENDÊNCIA AO BAIXO CRESCIMENTO**

Considera-se nesse trabalho que a macroeconomia do Real se relaciona ao modelo de desenvolvimento implementado a partir de 1994, com suas consequências em praticamente todos os agregados econômicos. Discorre-se, assim, de uma dinâmica que perpassa componentes da demanda agregada, bem como indicadores como crédito e câmbio. Contudo, a pesquisa visa ir além, trazendo em seu cerne o estudo da economia política que subjaz o modelo, cujos reflexos evidenciam-se por entre as classes sociais. Assim, investiga-se nesse capítulo os principais aspectos da economia política do Plano Real para somente depois, na segunda seção, analisar a gestão econômica do Plano.

#### **3.1 A ECONOMIA POLÍTICA DO PLANO REAL**

Um estudo de economia política não se atém apenas às formas com que as variáveis econômicas se expressam, nem sucumbe à superficialidade dos movimentos políticos em seus contornos partidários. Deve-se ir além na análise: as variáveis econômicas expressam relações entre classes. As movimentações partidárias refletem processos subterrâneos entre essas e suas frações. Com o Plano Real não é diferente: por trás do debate de sua operacionalidade, do caráter inercial da inflação brasileira, de sua opção gradualista e de sua “moeda indexada”, há relações que constituem um novo bloco no poder. A proposta dessa tese é compreender esse processo, esse *devoir* à luz da totalidade histórica da financeirização do capital. É a lógica do capital que se exacerba nas sociedades capitalistas na década de 1990, cuja expressão mais marcante é o advento do neoliberalismo.

É relevante analisar as bases de economia política que sustentam o Plano Real, apresentando as interpretações com as quais esse trabalho dialoga. Inevitável, nesse contexto, a análise do Plano recair sob os governos que o seguiram. Considerando-o como a institucionalização de um tipo específico de acumulação e de um bloco no poder que lhe é inerente, não é possível simplesmente separá-lo, isolá-lo do Estado-relação (POULANTZAS, 1977) que o embasou. Através dessa perspectiva, há três principais contribuições sob as quais se sustenta esta pesquisa, quais sejam, os trabalhos de Armando Boito Júnior, o artigo produzido por Pedro Cezar Dutra Fonseca, Marcelo Arend e Glaison Guerrero, bem como as análises de Singer (2012).

### 3.1.1 A nova burguesia nacional de Boito Júnior

Os trabalhos analisados de Boito Júnior debruçam-se prioritariamente sob os governos Lula, analisando elementos de continuidade e descontinuidade entre sua política econômica e a do governo anterior, qual seja, os dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso. Convergindo com o instrumental analítico desta tese, o autor utiliza as ferramentas conceituais de Nicos Poulantzas, ao tratar do bloco no poder instituído e mantido nos governos de ambos os presidentes, além de enxergar nas classes e suas frações uma dinâmica que influencia, sobremaneira, a trajetória assumida pela economia brasileira. Nesse contexto, o bloco no poder constitui a defesa dos interesses gerais da classe capitalista, sem, no entanto, desconsiderar a existência de impasses em seu interior, já que composta por diferentes frações. Assim, o autor considera que a “unidade contraditória da burguesia como classe dominante” (BOITO JÚNIOR, 2005, p. 54) pode efetivar-se com a hegemonia de apenas uma de suas frações, em um arranjo político que guarde simultaneamente, em diferentes graus, os interesses e demandas das outras faces do capital.

Assumindo esse instrumental analítico e utilizando-o na investigação da política econômica dos governos Fernando Henrique Cardoso e Lula, Boito Júnior, em artigo do ano de 2005, considera que, durante os oito anos do primeiro, foi a grande burguesia financeira, “nacional e internacional” (BOITO JÚNIOR, 2005, p. 60) a fração da classe capitalista que obteve posição privilegiada na defesa de seus interesses e demandas. Dois dos elementos que atuam nesse sentido, ainda segundo o autor, a abertura comercial e a desregulamentação financeira, relacionam-se diretamente à política monetária. Ao tratar especificamente sobre o primeiro ponto, Boito Júnior (2005) enfatiza:

Essa política [abertura comercial] provocou, no primeiro governo FHC, sucessivos *déficit* na balança comercial, o que era “compensado” da maneira que melhor convinha aos interesses do capital financeiro: taxa básica de juros elevadíssima para atrair capital financeiro estrangeiro volátil em busca de valorização rápida e elevada, compensando com o ingresso desse capital de risco de curto prazo o desequilíbrio da balança comercial e das contas externas – claro que tal política poderia produzir mais à frente uma dívida pública e um desequilíbrio externo cada vez maiores. (BOITO JÚNIOR, 2005, p. 60)

O autor não cita especificamente o Plano Real, porém ao se referir à “taxa de juros elevadíssima para atrair capital financeiro volátil” (BOITO JÚNIOR, 2005, p. 60), expõe a política monetária dos governos Fernando Henrique Cardoso. Menciona, assim, mesmo indiretamente, o suposto plano de estabilização. Em outras palavras, o autor associa a política

monetária aos interesses do capital financeiro, vincula o nível da taxa básica de juros à fração capitalista ligada ao rentismo.

Em mais uma evidência dessa relação, utilizando agora outro trabalho cujo trecho comenta linhas de continuidade da política econômica do governo Lula em relação ao de Fernando Henrique Cardoso, o cientista político aponta que o governo do primeiro mantinha “o mesmo rumo já estabelecido pelos governos Collor e FHC, pelo FMI e pelo Banco Mundial: está tocando adiante a criação da Alca, manteve a política de juros elevados, aumentou consideravelmente a meta de superávit primário [...]”. (BOITO JÚNIOR, 2003, p. 1). Novamente, encontra-se a vinculação entre a política monetária do Plano Real e os interesses das finanças. Ainda em outra passagem do mesmo trabalho, ratifica:

A abertura comercial e a desregulamentação financeira atendem, portanto, aos interesses do grande capital financeiro, nacional e internacional, em detrimento mesmo da grande indústria interna. Esta perdeu o mercado cativo para seus produtos, passou a pagar muito mais caro pelo capital que toma emprestado para investimentos e sofreu a redução da parte da receita do Estado destinada à infraestrutura e ao fomento da produção. (BOITO JÚNIOR, 2005, p. 60)

Nesse trecho, indica que o atendimento dos interesses da burguesia financeira ocorria “em detrimento mesmo da grande indústria interna” (BOITO JÚNIOR, 2005, p. 60). Em síntese, a política monetária, associada ao que chamou de desregulamentação financeira, atuava especificamente na defesa dos interesses das finanças, ou seja, de uma fração específica da classe capitalista e não de seu conjunto. Nesse ponto, expõe a principal descontinuidade entre os governos Fernando Henrique Cardoso e Lula: os benefícios obtidos, nos governos do segundo, pela burguesia interna, “a ‘nova’ burguesia nacional no poder”, como traz no título de artigo do ano de 2012 (BOITO JÚNIOR, 2012, p. 67).

Especificamente sobre este trabalho, ao adotar a divisão feita por Poulantzas entre burguesia nacional, interna e compradora, o autor argumenta que entre os anos de 2003 a 2010 houve uma alteração na correlação de forças existente no interior do bloco no poder dominante, com o fortalecimento da burguesia interna frente as outras duas frações. Para o cientista político, os dois mandatos de Lula representaram a ascensão dessa nova face da burguesia nacional, salientando que “a grande burguesia interna brasileira nunca esteve fora do poder. Como fração da classe burguesa, ela tem compartilhado o poder de Estado com as demais frações de sua classe social, isto é, ela tem integrado o bloco no poder [...] O que ocorreu é que ela melhorou sua posição no interior desse bloco.” (BOITO JÚNIOR, 2012, p. 68). Há, dessa forma, uma

reacomodação, um ajuste no arranjo político, aumentando a força relativa de sua fração interna, frente à tradicional burguesia nacional e sua correlata compradora:

Trata-se, na verdade, de uma nova burguesia nacional, uma fração da classe burguesa à qual se aplica, sob medida, o conceito de burguesia interna elaborado por Nicos Poulantzas [...] Escrevendo no segundo lustro da década de 1970, esse autor nos alertava [...] para a ideia de que subsistia, no plano nacional, uma burguesia interna, que não se encontrava em vias de desaparecimento com a nova onda de internacionalização da economia capitalista. Nos países dependentes, essa burguesia ocuparia, na análise de Poulantzas, uma posição intermediária entre a antiga burguesia nacional, passível de adotar práticas anti-imperialistas, e a velha burguesia compradora, mera extensão do imperialismo no interior desses países. A burguesia interna ocuparia, então, uma posição intermediária entre dois extremos – entre a burguesia nacional e a burguesia compradora – teria base de acumulação própria e poderia buscar, ao mesmo tempo, associar-se ao capital imperialista e limitar a sua expansão no interior do país (BOITO JÚNIOR, 2012, p. 67)

Segundo o autor, sua posição em relação ao imperialismo aparece como a principal diferença em relação à burguesia compradora. “A grande burguesia compradora tem interesses na expansão quase sem limites do imperialismo, enquanto a grande burguesia interna, embora esteja ligada ao imperialismo e conte com a sua ação para dinamizar o capitalismo brasileiro, procura impor limites àquela expansão.” (BOITO JÚNIOR, 2012, p. 75). Assim, a burguesia interna não representa inerentemente posição contrária ao capital externo, porém busca limitá-lo sempre que sua expansão obstaculizar a acumulação interna. Desse modo, o capital externo é aceito, porém dentro de certos limites. Apresenta-se a projeção dessa fração da classe capitalista como a principal descontinuidade dos governos Lula frente aos de seu antecessor.

Boito Júnior não considera a chamada burguesia interna como correlata ao capital industrial. Ao especificar como é composta, o autor cita “grupos industriais, bancos, agronegócio, construção civil e outros”, cujo único elemento de ligação “numa mesma fração burguesa” é “sua disputa com o capital financeiro internacional” (BOITO JÚNIOR, 2012, p. 77). Ao frisar que durante os governos Fernando Henrique Cardoso capital financeiro internacional e fração compradora da burguesia nacional possuíam prioridade na defesa de suas demandas e interesses: “Os dois governos de Fernando Henrique Cardoso não são homogêneos. Ambos podem, apesar disso, ser caracterizados como governos que priorizaram o interesse da grande burguesia compradora e do capital financeiro internacional.” (BOITO JÚNIOR, 2012, p. 78), o autor argumenta que foi justamente com Lula que a face interna do capital nacional passou a receber um tratamento diferenciado, através do que chamou de políticas neodesenvolvimentistas:

A desativação a frio da Alca, a diplomacia e a política de comércio exterior visando à conquista de novos mercados no hemisfério sul, o fortalecimento das relações da economia brasileira com as economias sul-americanas, o congelamento do programa de privatização, o fortalecimento econômico e político das empresas estatais remanescentes e o novo papel do BNDES na formação de poderosas empresas brasileiras nos mais diferentes segmentos da economia, configura um conjunto de medidas dessa política econômica que tende a priorizar os interesses da grande burguesia interna em detrimento, muitas vezes, dos interesses da grande burguesia compradora e do capital financeiro internacional. (BOITO JÚNIOR, 2012, p. 81)

Afirmou-se que os governos Luís Inácio Lula da Silva alteraram esse cenário, construindo políticas capazes de atender aos anseios dessa “fração burguesa”. Como demonstração dessa relação íntima, Boito Júnior, no mesmo artigo anteriormente citado do ano de 2012, expõe o apoio de setores da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) ao governo federal, servindo como base, inclusive, contra os ataques realizados durante o que foi chamado pela opinião pública, na época, de “crise do mensalão”. O apoio da Fiesp, nesse contexto, confirmaria a aproximação do Palácio do Planalto junto à principal entidade representativa da indústria de São Paulo. Sua opção pela defesa do então presidente em vez de atacá-lo, em um quadro de aparente debilidade política, revelaria a proximidade entre ambos.

Destaca-se a ocorrência, a partir do ano dos anos 2004 e 2005, de convergência entre os interesses de determinados setores da chamada burguesia interna e o governo federal. As atas das reuniões do Copom revelam a retomada da atividade econômica justamente nesse período, o que parece ter impactado, ainda de acordo com a análise, a própria visão do Planalto em relação à necessidade de avançar na promoção do então nominado “espetáculo do crescimento”. Nesse sentido, a perspectiva de ascensão de determinada burguesia interna parece convergir com o exposto pelas atas, centrando-se, especificamente, no setor externo, construção civil e serviços. Há um aumento substancial nas menções de possíveis pressões de demanda agregada no nível geral de preços (RIBEIRO, 2017), além de referências aos resultados positivos dos segmentos citados. Nesse contexto, essa hipótese apresenta relevância como uma das linhas de compreensão da dinâmica econômica e política do período em estudo.

Contudo, há uma ressalva que deve ser feita. A leitura mais atenta das atas mostra uma preocupação do comitê, respaldado por outras medidas dos governos de Fernando Henrique Cardoso e, posteriormente, de Lula, em relação a posição do setor financeiro nacional diante competição vinda do exterior. Em outras palavras, Boito Júnior (2012) associa “bancos” à chamada burguesia interna e à relativa melhoria de sua posição no bloco no poder durante os governos Lula. No entanto, pode-se afirmar que há evidências da defesa dos interesses das finanças nacionais já no decorrer dos mandatos de Fernando Henrique Cardoso, como, por exemplo, a implementação do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do



Sistema Financeiro Nacional (Proer). Mesmo assim, não se pode afirmar uma oposição à entrada de capital financeiro internacional. Pelo contrário, a manutenção do Plano Real pressupunha como cerne o financiamento externo. Porém, a análise deparou-se com a busca permanente de defesa da posição do capital financeiro nacional. Portanto, mesmo considerando, como afirmado por Boito Júnior (2012, p. 77), os bancos nacionais como parte da burguesia interna, faz-se necessário ressaltar que seus interesses já eram objeto de atenção nos dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso. Sua defesa, talvez, apresente-se como uma das principais linhas de continuidade entre os governos dos dois mandatários.

### **3.1.2 A hegemonia financeira de Pedro Fonseca, Marcelo Arend e Glaison Guerrero**

Por ora, a base está na elaboração de Pedro Fonseca, Marcelo Arend e Glaison Guerrero, cujo objeto reside na política econômica dos governos Lula e Dilma Rousseff. Assim como Boito JÚNIOR, o trabalho utiliza o conceito de bloco no poder, de Nicos Poulantzas, fazendo antes duas ponderações: a primeira, refere-se à dificuldade em determinar linhas objetivas capazes de delimitar qual classe ou fração de classe detém a hegemonia de determinado arranjo político, econômico e social. Já a segunda, relaciona-se às categorias abstratas ligadas às classes e suas frações, tendo em vista que tais generalidades não se encontram no cotidiano da acumulação de capital. Afinal, dificilmente se deparará com um capitalista industrial que não tenha laços, investimentos ou aplicações, no mercado financeiro, nem um financista que não dependa, de certa forma, da valorização do capital realizada na economia real

Inicialmente se faz necessário mencionar a dificuldade metodológica inerente ao desafio de se detectar classes, frações de classes e setores sociais que constituem o bloco no poder e, dentre essas, qual detém hegemonia, categorias analíticas tributárias a Poulantzas e Gramsci. Em primeiro lugar, porque a política estatal, mesmo que privilegie alguns setores do bloco, também tem um papel mediador, de modo que não exclui outros segmentos que dele não fazem parte. Assim, não há um marco divisório claro, ou critério objetivo, que consiga separar o joio do trigo; se alguns setores se tornam evidentes com poucos dados empíricos, outros ficam em uma zona cinzenta. Elencar um conjunto de medidas do governo para um setor, por exemplo, não significa que o mesmo seja hegemônico e tampouco que participe do bloco no poder, pois o jogo da política é mais complexo em suas formulações e resultados (vale a máxima de que hegemonia significa força e disposição para fazer concessões). (FONSECA; AREND; GUERRERO, 2018, p. 17)

Após, o artigo apresenta sua tese central: a construção da hegemonia financeira no âmago do bloco no poder. Dialogando com as linhas mestras desse trabalho, os autores afirmam que o compromisso junto ao capital financeiro ocorre pela implementação e posterior

manutenção do regime de metas para a inflação e do tripé macroeconômico, argumentação que converge com a hipótese apresentada nesta pesquisa, considerando que tanto o sistema de metas quanto o tripé compõem o arcabouço do Plano Real. Em outras palavras, apesar de possuir cunho político, econômico e social, sua instrumentalização ocorre por meio da institucionalização de um tipo de política monetária, cujo tripé macroeconômico surge como baluarte. Através desses fatores a hegemonia das finanças realiza-se cotidianamente:

Tal compromisso firmou-se através da manutenção do regime de metas de inflação e do tripé macroeconômico do governo de F. H. Cardoso. É esse compromisso que permite falar em hegemonia, pois se trata de políticas decisivas para sua manutenção como a fração mais importante dentro do bloco no poder, e que acabou por levar a joia da coroa: o Banco Central, com a promessa de manter sua autonomia (cabendo sua presidência a Henrique Meirelles, ligado ao PSDB). No marco institucional brasileiro, cabe ao Banco Central, através do Comitê de Política Monetária, a definição das políticas monetárias e cambial. Ao aceitar manter essa regra, o governo Lula abriu mão de parcela significativa da política econômica, restando apenas ao governo propriamente dito, sob sua área de influência, a política fiscal, no Ministério da Fazenda (e uma válvula de escape que será de ora em diante utilizada para compensar os demais segmentos empresariais e os trabalhadores no enfrentamento do setor privado bancário: os bancos públicos). (FONSECA; AREND; GUERRERO, 2018, p. 21)

Esse “compromisso” de que se refere o trecho acima possui, inclusive, reflexo institucional, transformando o Banco Central brasileiro na “joia da coroa” do capital financeiro. Uma instituição que, nesse cenário, resguarda os interesses da burguesia financeira. Torna-se, assim, o principal instrumento na manutenção de sua posição dominante. Nesse sentido, diferentemente de Boito Júnior, os autores não delineiam diferenças entre burguesia interna e compradora, entretanto, os contornos da hegemonia passam pelos ditames das finanças. Segundo o artigo, há um aceite por parte da coalizão encabeçada por Lula desse arranjo político, cuja principal expressão foi a divulgação da Carta ao Povo Brasileiro, em junho de 2002. Em uma jogada em que preponderou a *realpolitik* e o pragmatismo, as condições que mantinham a posição dominante do capital financeiro foram aceitas. Dessa forma, vislumbra-se:

[...] a tese central de nossa interpretação sobre a política econômica do governo Lula pode ser expressa como, resguardada a hegemonia do capital financeiro, nacional e internacional, ao outorgar-lhes o epicentro das políticas instrumentais de condução da macroeconomia (como monetárias e cambiais), aos demais segmentos reservaram-se políticas compensatórias - o que não significa que estas, em determinadas conjunturas, possam ser desprezadas ou consideradas menos importantes. (FONSECA; AREND; GUERRERO, 2018, p. 23)

A argumentação exposta neste trabalho converge com a tese apresentada por Fonseca, Arend e Guerrero. As atas demonstram que há, de fato, a instrumentalização da política

monetária do Real, com centralidade dos rendimentos financeiros, enquanto lucros e salários perdem espaço. Nesse ínterim, os autores argumentam que, mesmo em se levando em conta a nova ênfase atribuída à parcela da burguesia interna durante os governos Lula, a hegemonia no bloco no poder ainda residia nas mãos do capital financeiro em geral, e nas finanças nacionais, em particular. Desse modo, essa reacomodação não alterou de maneira substancial o quadro deixado a Lula em 2002. Pode-se afirmar que a tese deste trabalho vai ao encontro da análise dos autores. Não se evidenciam mudanças efetivas na fração hegemônica da classe capitalista. Contudo, ao longo da investigação, percebem-se modificações na relação do governo federal com setores ligados ao que Boito Júnior (2012) chamou de burguesia interna.

Como já citado, as atas relatam uma recuperação da atividade econômica a partir de 2004 e 2005, o que, segundo os documentos do Copom, causou relativa surpresa ao colegiado, principalmente os resultados ligados ao setor externo. A investigação mostra, a partir de então, uma inclusão paulatina de segmentos dessa fração de classe na orientação estratégica do governo. O Programa de Aceleração do Crescimento, por exemplo, surge como fruto dessa nova postura.

### **3.1.3 A dicotomia e o subproletariado de André Singer**

Em contraste com os estudos aqui expostos, a tese de André Singer segue caminho diferente na análise do governo Lula, seu objeto de pesquisa. Não se utilizam as ferramentas conceituais de Poulantzas, nem se discute uma suposta hegemonia financeira ou de qualquer outra fração do capital. Marcando a descontinuidade essencial do referido governo com mandatários anteriores, Singer (2012) formula a tese do reformismo fraco, mesclando políticas sociais com a manutenção da ordem, sonho do subproletariado, a base na qual se assenta o livro.

Para o autor, o governo Lula, após os anos de neoliberalismo de Fernando Henrique Cardoso, representou a polarização entre duas correntes, quais sejam, a rentista e a produtivista, com a balança pendendo para cada um dos lados conforme a conjuntura política e econômica. Tendo como base de sustentação, uma fração da classe trabalhadora, caracterizada pela informalidade, pelos baixos salários e pela alta rotatividade no trabalho, a qual denomina de subproletariado, o então presidente Lula serviria como um árbitro, capaz de mediar situações entre essas duas correntes, esses dois polos. Se a primeira abarcaria o mercado financeiro e a classe média tradicional, a segunda encontraria no capital industrial e nos trabalhadores sua principal base de apoio, apresentando o equilíbrio necessário entre esses dois movimentos no

interior do próprio governo. Isso explicaria, a partir de 2006, o monetarismo de Henrique Meirelles no Banco Central com Guido Mantega no Ministério da Fazenda, ampliando gastos em políticas públicas. Essa acomodação, o autor chamou de lulismo.

A teoria de uma dicotomia no equilíbrio de forças no governo Lula não encontra respaldo nesta pesquisa. Não que as frações e grupos sociais citados não estivessem no interior mesmo do próprio governo. Efetivamente, estavam, mas não por meio de uma relação de equilíbrio. Não se considera a relação majoritária de uma estabilidade mediada pelo então presidente Luís Inácio Lula da Silva. Nesse caso, o conceito de Estado-relação, elaborado por Poulantzas (1977), parece mais adequado para se tratar da heterogeneidade dos mandatos de Lula e a diversidade social, econômica e política com que construiu sua base de apoio.

Quanto ao subproletariado, tudo indica que, assimilados à posição secundária no bloco no poder não possuíram o protagonismo almejado pelo autor. A análise até aqui empreendida, mostra, na verdade, que o “jogo” estava sendo “jogado”, efetivamente, no “andar de cima”, entre capital financeiro nacional e seu Banco Central e o restante da burguesia interna, sobrevivendo entre as brechas abertas pela conjuntura da economia internacional.

### **3.1.4 Hegemonia financeira e burguesia interna**

Inúmeros trabalhos utilizados nesta pesquisa indicam que houve, de fato, uma mudança em dois vetores durante os governos Lula em comparação a seu antecessor, Fernando Henrique Cardoso: uma alteração na política econômica, com maior atenção ao setor produtivo, ou seja, à atividade econômica, com reflexos no arranjo político, principalmente, a partir de 2004 e 2005. Esta pesquisa trabalha com a taxonomia de Poulantzas e utilizada por Boito Júnior (2012), recorrendo ao conceito de burguesia interna, como exposto pelo autor em trabalho de 2012. Além disso, converge para a argumentação apresentada por Fonseca, Arend e Guerrero (2018), em que a existência da hegemonia financeira, em seus semblantes interno e externo, no bloco no poder, operacionalizava-se através da política de metas de inflação, considerada como um dos alicerces do Plano Real.

As atas do Comitê de Política Monetária indicam uma retomada da atividade econômica entre os anos de 2004 e 2005, com destaque para o setor externo, construção civil e serviços. Se no ano 2000, por exemplo, não houve referências à demanda chinesa, em 2005, chegam a 17 menções durante todo o ano. O aumento substancial das preocupações em relação a possíveis pressões de demanda agregada evidencia a percepção do Copom de recuperação do lado real

da economia. Nesse sentido, a investigação das atas, como se verá mais adiante, converge para a hipótese de Boito Júnior (2012) de acomodação no interior do bloco no poder em benefícios de parcela da burguesia interna.

Todavia, a estrutura do Plano Real não se alterou, mantendo intacta a base da política monetária. O ajuste realizado em 2003, com elevação da SELIC e, conseqüente, valorização cambial, demonstrou a manutenção do cerne da ação do Copom no combate à inflação. A forma que tal luta assumiu fez com que, sob sua insígnia, estabeleçam-se as ferramentas para a hegemonia do capital financeiro. Portanto, mesmo que “a nova burguesia nacional” estivesse efetivamente no poder, ainda se encontraria em posição menos privilegiada do que o capital financeiro internacional e nacional.

Portanto, o estudo das atas destacou o desempenho de setores ligados à burguesia interna, sem, entretanto, colocar em xeque a hegemonia do capital financeiro, em geral, e das finanças nacionais, em particular. No contexto brasileiro, pode-se afirmar que se preservando possíveis elevações na taxa básica de juros e valorização cambial como principais ferramentas no controle do nível geral de preços, asseguram-se os pré-requisitos para a manutenção da hegemonia financeira.

### 3.2 A MACROECONOMIA DO REAL: DA INFLAÇÃO INERCIAL AO BAIXO CRESCIMENTO

A operacionalização do Plano Real em um instrumento de estabilização monetária, supõe não apenas uma macroeconomia que o sustenta como modelo, mas, antes disso, um conceito sobre o fenômeno inflacionário no Brasil em meados da década de 1990. Em primeiro momento, apresenta-se as bases da chamada inflação inercial. Em seguida, busca-se mostrar sua dinâmica.

#### 3.2.1 A inflação inercial

O conceito de inflação inercial desenvolveu-se durante as décadas de 1980 e 1990, assim como os instrumentos para seu combate. Seu âmago reside no conflito distributivo e no mecanismo encontrado pelos agentes econômicos para a defesa de suas rendas reais, qual seja, a indexação. Segundo Curado e Pereira (2018):

Uma interpretação generalista [...] sem se a atentar para as especificidades de cada autor inercialista, sugere que a inflação é o resultado do conflito distributivo entre os agentes econômicos na tentativa de manter a respectiva parcela de renda real. Neste sentido, as propostas inercialistas para estabilizar a economia brasileira indicavam a necessidade de desindexação com o imperativo de gerar um novo *status quo* econômico em que a nova distribuição de renda fosse idêntica à da velha economia inflacionada. (CURADO; PEREIRA, 2018, p. 490)

Desse modo, o conflito distributivo representaria o principal vetor na manutenção do nível geral de preços na dinâmica econômica. A tentativa de conservação de parcela de sua renda real ensejaria aos agentes econômicos a adoção de mecanismos de indexação, com base na inflação passada, bem como a rigidez de comportamento desses mesmos agentes sobre os patamares elevados dos índices de preços em período posterior. Seu caráter inercial surgiria justamente da utilização desses instrumentos indexados, fazendo com que, de forma quase automática, a inflação passada propagasse-se no decorrer do tempo, influenciando o patamar dos preços internos. Contudo, as principais elaborações sobre o tema não apresentavam apenas convergências.

Para Lopes (1985), com base em sua diferenciação de choques inflacionários e tendência inflacionária, ou seja, as tentativas de alterações nos preços relativos e o componente não explicado por essas mesmas alterações no nível geral de preços, a inércia inflacionária, na inexistência de choques, seria influenciada pelo comportamento da inflação passada, em um comportamento defensivo, cujo objetivo surgiria na manutenção de sua renda real. Para o autor, o nível corrente dos preços internos, “na ausência de choques inflacionários a inflação corrente é determinada pela inflação passada, independentemente do estado das expectativas” (LOPES, 1984, p. 9):

A ideia básica é que num ambiente cronicamente inflacionário, os agentes econômicos desenvolvem um comportamento fortemente defensivo na formação de preços, o qual em condições normais consiste na tentativa de recompor o pico anterior de renda real no momento de cada reajuste periódico de preço. Quando todos os agentes adotam esta estratégia de recomposição periódica dos picos, a taxa de inflação existente no sistema tende a se perpetuar: a tendência inflacionária torna-se igual à inflação passada (LOPES, 1985 p. 137).

Em outras palavras, a inflação inercial alicerçava sua fundamentação teórica na disputa pela renda nacional. Nesse sentido, a inflação passada, na medida em que carregava e sedimentava certo patamar dos preços internos, sedimenta o que o autor chamou de “recomposição periódica dos picos” tanto para capitalistas quanto trabalhadores. É na defesa de seus rendimentos que se estabelece a indexação.

Bresser-Pereira (2010), em seu artigo *A Descoberta da Inflação Inercial*, os principais traços do fenômeno já se encontravam em *Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação*:

Por que, em suma, a inflação deixou de ser apenas crônica para ser alta e inercial? As teorias monetaristas e as keynesianas eram claramente insatisfatórias. O estruturalismo era uma explicação insuficiente, já que os pontos de estrangulamento na oferta de bens agrícolas revelavam-se menos importantes do que pareciam. E também porque os eventuais estrangulamentos na oferta podiam acelerar a inflação, mas não explicavam por que ela, em seguida, não voltava a cair se não houvesse excesso de demanda. As ideias de Rangel, embora esclarecedoras, também explicavam uma dinâmica de aceleração e desaceleração da inflação, mas não logravam explicar por que, em seguida, a inflação se mantinha estável por vários anos em um mesmo patamar, independentemente da demanda e da oferta, independentemente, portanto, do mercado. (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 172)

Constata-se que, durante praticamente toda a década de 1970, o nível geral de preços da economia brasileira manteve-se em patamares elevados, porém estáveis. Esse quadro se alterou no início dos anos 1980, com o que ficou conhecido como a crise da dívida externa. Mesmo após o ajuste fiscal realizado por Delfim Neto e a construção dos mega-superávits, a inflação registrou dois dígitos em termos anuais. Entretanto, apenas na segunda metade da década de 1980, constata-se a existência aceleração inflacionária, levando a taxas sem precedentes na história contemporânea brasileira.

Partindo do pressuposto geral de que “só é possível compreender a inflação, que assumiu caráter relativamente autônomo em relação ao mercado, se partirmos do pressuposto de que ela é um fenômeno estrutural das economias capitalistas contemporâneas” (BRESSER-PEREIRA, 1984, p. 6). Assim como, baseando-se na capacidade dos agentes econômicos de manterem sua participação relativa na renda, isto é, a defesa de seus rendimentos, e no interesse coletivo dos agentes econômicos no crescimento econômico, o autor distingue entre o que chamou de fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação:

[...] serão fatores aceleradores da inflação, em uma economia fechada: 1) o aumento dos salários médios reais acima da produtividade e/ou 2) um aumento das margens de lucro sobre a venda das empresas. Em uma economia aberta para o exterior, dois fatores adicionais deverão ser considerados: 3) as desvalorizações reais da moeda e 4) o aumento do custo dos bens importados considerarmos no modelo o Estado temos mais um fator acelerador da inflação: 5) o aumento dos impostos. (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 7)

Concernente ao processo inflacionário, suas causas originais deslocam-se para os fatores que perpetuam o fenômeno. Após o surgimento, através de seus aspectos aceleradores, sua manutenção depende de outros meios, dando origem ao que então se nominou como inflação

autônoma. Para o autor: “O fator mantenedor do patamar da inflação por excelência é o conflito distributivo, ou seja, o fato de que as diversas empresas e sindicatos dispõem de instrumentos econômicos e políticos para manter sua participação relativa na renda.” (BRESSER-PEREIRA, 1984, p. 9). Dessa forma, o conflito distributivo surge como a principal causa para a manutenção da inflação em patamares elevados, para sua inércia ao longo do tempo.

Com relação aos fatores sancionadores da aceleração inflacionária, Bresser-Pereira (1984) defende a existência de “apenas um grande fator dessa natureza: o aumento da quantidade da moeda” (BRESSER-PEREIRA, 1984, p. 12), realçando, com isso, o papel do gasto público. Em síntese, o autor retoma a contribuição de Rangel (1963), em que o gasto público não se apresenta como causa da inflação, mas antes, seria seu reflexo, tendo em vista o aumento da demanda por moeda de empresas e indivíduos.

No entanto, a noção de uma inflação inercial, autônoma em relação à demanda agregada (BRESSER-PEREIRA, 2010), subjaz ao Plano Real, entretanto, não às ferramentas utilizadas para seu combate. Nesse momento, surge a contribuição de Pérsio Arida e André Lara Resende e sua moeda indexada. Em contraponto às ideias de choques, como o congelamento de preços do Plano Cruzado, a noção de uma moeda indexada optava pelo gradualismo como principal meio de superar a aceleração inflacionária. Em outras palavras, através de uma reforma monetária, existiriam, durante algum tempo, duas moedas: a oficial, representando o padrão monetário através do qual a inflação se expressava, e um padrão monetário nascente, representando a média dos preços reais.

Para os autores, mantinha-se o conflito distributivo como cerne do caráter inercial do fenômeno inflacionário. De acordo com Lara Resende (1979), as disputas entre um setor industrial oligopolizado e os sindicatos dariam a tônica do conflito em torno do produto nacional. Em suas palavras: “Está assim caracterizado o impasse que é resolvido através do uso feito pelo setor industrial oligopolizado do seu poder de fixação de preços. O resultado é um piso inflacionário proporcional ao hiato de incompatibilidade” (LARA RESENDE, 1979, p. 15). Surge, nesse ponto, a capacidade de fixação de preços por parte das empresas oligopolistas, cujo repasse às mercadorias dos custos relativos aos aumentos salariais, levaria à indexação dos salários e, posteriormente, ao conjunto dos contratos. Eis a chamada memória inflacionária. Para Pereira e Curado (2018):

A essência da inflação da teoria inercialista de André Lara Resende e Pérsio Arida é a reprodução da taxa de inflação pretérita através da indexação contratual, resultado da ação defensiva por parte dos agentes em relação à manutenção da participação relativa da respectiva renda real em relação à renda nacional. (CURADO; PEREIRA, 2018, p. 501)



Portanto, o principal objetivo da moeda indexada apresentava-se na anulação dos efeitos da memória inflacionária, através da já citada reforma monetária. Assim: “It will be seen below that monetary reform separates out the desired effect – namely, the reduction in the indexation period – from its spontaneous cause – namely, the acceleration of inflation” (ARIDA; LARA RESENDE, 1985, p. 8).

O Plano Real, em seu nascedouro, surgia na chamada Unidade Real de Valor (URV), servindo como referência de valores entre os dias 1º de março de 1994 a 1º de julho do mesmo ano, compreendendo a fase II de execução do Plano. Expressava, assim, a noção de “moeda indexada” de Arida e Lara Resende. Sucedeu a um ajuste fiscal, apresentado na próxima seção, encerrado com a implementação do próprio real, ao substituir o então cruzeiro, em vigor até o final de junho de 1994.

Cabe salientar um elemento constituinte do Plano e que escapa ao conceito de inflação inercial. Por mais que o cerne do Plano Real residisse efetivamente no conceito de inflação inercial, cujo combate seria realizado através da utilização de uma “moeda indexada”, deve-se fazer referência a outro aspecto para além do arcabouço teórico então apresentado no combate à elevação do nível geral de preços, qual seja, a âncora cambial. Como se verá adiante, a valorização cambial atuou como variável-chave na manutenção dos preços internos, indo, com isso, além da “moeda indexada”. Mesmo após 1999 e o fim do câmbio relativamente fixo com o dólar norte-americano, a taxa de câmbio manteve-se na função de âncora implícita do patamar de preços internos (CARNEIRO, 2017), respondendo, através de sua valorização, às elevações da SELIC. Portanto, apesar da importância da instituição da URV, debelou-se apenas parte da aceleração inflacionária com a adoção de uma “moeda indexada”. A outra parcela dessa luta deve-se a manutenção de uma moeda artificialmente sobrevalorizada.

### **3.2.2 Implementação do Plano Real**

No dia 19 de maio 1993, tomou posse como novo ministro da Fazenda, o sociólogo Fernando Henrique Cardoso, assumindo lugar antes ocupado por Eliseu Resende, em um momento em que a duração de um mesmo ministro na pasta não passava de alguns meses<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Após a redemocratização e até a data da posse de Fernando Henrique, apenas quatro ministros duraram mais de um ano no Ministério da Fazenda: Dilson Domingos Funaro (26/08/1985 – 29/04/1987) e Maílson Ferreira da Nóbrega (21/12/1987 – 15/03/1990), no governo José Sarney, além de Zélia Maria Cardoso de Mello (15/03/1990 – 10/05/1991) e Marcílio Marques Moreira (10/05/1991 – 02/10/1992), no governo Fernando

Segundo dados do IBGE, o IPCA de 1993 havia alcançado 2.477,15%. (IBGE, [2020?]) Já o INPC atingiu o patamar de 2.489,11% (IBGE, [2020?]). Com relação ao crescimento econômico, a variação do Produto Interno Bruto (PIB) foi de 4,96% em 1993 (IBGE, 1994), após uma retração, calculada já em dezembro de 1992, de 0,93% (IBGE, 1992). Em linhas gerais, a inflação se acelerava e o quadro econômico demonstrava-se instável, o que dificultava qualquer perspectiva de longo prazo para a economia brasileira.

Após a renúncia do então presidente Fernando Collor de Mello, em 29 de dezembro de 1992, e o trauma representado pelo confisco da poupança, foi adotada uma nova estratégia na tentativa de se debelar com a aceleração no nível geral de preços. O Plano Real surgiu nesse contexto, como uma crítica a política de choques e com a perspectiva que transparência e gradualismo poderiam evitar a *débâcle* do sistema de preços da economia brasileira. Na verdade, o plano foi levado adiante em consonância com outras experiências nacionais (México e Argentina, por exemplo), com modelos semelhantes e com grau de sucesso relativo no combate à inflação. Em análise do ano de 1996, Batista Júnior (1996) argumenta:

As diferenças não impedem, contudo, que esses programas de combate à inflação sejam considerados de forma conjunta, como exemplos de um mesmo modelo geral de estabilização e integração internacional aplicado a diversos países da América Latina nos últimos anos. O modelo inclui os seguintes elementos centrais: • uso da taxa de câmbio como instrumento de combate à inflação; • abertura da economia às importações, por meio da drástica redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias; • abertura financeira externa, com a adoção inclusive de políticas de estímulo à entrada de capitais externos de curto prazo; • medidas de desindexação da economia; • ajuste fiscal e austeridade monetária; • venda de empresas públicas. (BATISTA JÚNIOR, 1996, p. 130)

A grande novidade da experiência brasileira, nesse caso, revelava-se na implementação de um modelo autoproclamado desestatizante, com defesa de abertura indiscriminada do mercado interno, com abertura financeira e “estímulo à entrada de capitais externos de curto prazo” em uma economia marcada desde, pelo menos, 1930, pelo que a historiografia econômica convencionou chamar de desenvolvimentismo<sup>2</sup>. Desse modo, não há de fato novidade quanto ao modelo aplicado à economia brasileira, mas justamente o fato de ser aplicado *na* economia brasileira. Nesse contexto, Carneiro (2002) expressa:

---

Collor de Mello. O antecessor de FHC, Eliseu Resende, manteve-se na Fazenda durante o período de 1º de março de 1993 a 19 de maio de 1993. (BRASIL, [2018?]).

<sup>2</sup> “[...] entende-se por desenvolvimentismo a política econômica formulada e/ou executada, de forma deliberada, por governos (nacionais ou subnacionais) para, através do crescimento da produção e da produtividade, sob a liderança do setor industrial, transformar a sociedade com vistas a alcançar fins desejáveis, destacadamente a superação de seus problemas econômicos e sociais, dentro dos marcos institucionais do sistema capitalista.” (FONSECA, 2015, p. 40)

O programa de estabilização posto em prática a partir de 1994 faz parte da família de planos que utilizaram a âncora cambial como mecanismo para lograr mais rapidamente a estabilidade de preços, ou seja, utiliza-se a fixação do valor externo da moeda para alcançar a estabilidade do valor interno da moeda. (CARNEIRO, 2002, p. 357)

Enfim, trocou-se a indexação interna, o caráter circular da formação de preços da economia nacional durante a década de 1980, por um referencial externo, o que se expressava pela relativa estabilidade na paridade entre real e dólar norte-americano e sua aparente conversibilidade. Desse modo, adotou-se internamente um modelo de âncora cambial praticado internacionalmente. Esse sistema funcionou até a desvalorização de 1999 e a consequente implementação do sistema de metas de inflação para as decisões do Copom. Dessa forma, o caráter original do modelo adotado pelo Plano Real não ultrapassava as fronteiras nacionais.

No início de 1994 não eram boas as perspectivas com relação ao sucesso de um novo plano de estabilização. Havia desajustes fiscais na União, estados e municípios. Apesar da aprovação da constitucionalidade da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS), da formação do Fundo Social de Emergência e do novo Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), todas medidas que impactavam positivamente as receitas fiscais. Do outro lado, os aumentos nas despesas também ocorreram de maneira substancial principalmente na área da Previdência Social, somados à perspectiva do fim do chamado imposto inflacionário, tornavam o cenário fiscal relativamente delicado:

Do ponto de vista do programa de estabilização, o desequilíbrio originado dela própria, pela perda dos ganhos oriundos da repressão fiscal, se colocava como o problema mais importante e imediato. O mecanismo de repressão fiscal resultava de prática da execução orçamentária em um regime de alta inflação. A fixação das despesas em termos nominais permitia que fossem sendo desvalorizadas ao longo do ano. Em contrapartida, as receitas se mantinham por estarem parcialmente indexadas. A inflação era, desse ponto de vista, um instrumento de equilíbrio das contas públicas ao preservar receitas e desvalorizar despesas.” (CARNEIRO, 2002, p. 365)

Além disso, o ônus financeiro da política de juros altos atingia sobremaneira as finanças públicas federais, com impacto significativo no aumento da dívida mobiliária federal da época,<sup>3</sup> bem como no movimento semelhante à dívida líquida do setor público que no ano considerado fixou-se em 24,5% do Produto Interno Bruto (GIAMBIAGI, 1996). De acordo com dados de Giambiagi (2008), o resultado primário do setor público consolidado alcançou o superávit de 2,71%, 1,57% e 2,26% para os anos de 1991 a 1993. Esses valores se elevam no ano de 1994,

<sup>3</sup> A dívida mobiliária federal atingiu 11,49% do PIB em 1994, em um processo de ascensão que continuou nos anos subsequentes, chegando aos 29,40% em 1997 (SILVA; CAVALCANTI, 2000)

com um superávit primário 5,21% do Produto Interno Bruto, seguido pelos 0,25% realizados em 1995. O pico verificado em 1994 demonstrava o esforço fiscal da então equipe econômica para solucionar os desajustes nas contas do governo, porém também objetivava a redução do nível de demanda interna. Os exemplos argentino e mexicano e a própria experiência brasileira com o Plano Cruzado evidenciava que a execução de um plano de estabilização em um cenário de inflação crônica poderia provocar expansão drástica da demanda interna, via consumo, seja pelo fim do imposto inflacionário ou pela própria demanda represada, devido ao adiamento de gastos e investimento dada pela expectativa com a normalização do sistema de preços, mesmo que temporária.

Assim, o Plano possuía, como seu primeiro item, a proposta de um ajuste fiscal. As outras duas etapas dividiam-se em implementação da Unidade de Real de Valor (URV), a partir do dia 1º de março de 1994 e, na seguinte, no lançamento do real, em 1º de julho de 1994. Em resumo, em sua parte operacional, o plano apresentava um ajuste fiscal de caráter contracionista e uma regra de desindexação da moeda. O resultado fiscal de 1994, desse modo, deve ser analisado nesse contexto.

No entanto, os dados posteriores não lograram a mesma eficácia. A posição fiscal do governo brasileiro não ensejava a confiança dos agentes financeiros, temerosos de que mais uma vez, um plano de estabilização, após um início promissor, naufragasse em suas próprias limitações. Para retomar a credibilidade quanto à proposta executada, criou-se ainda nova regra para a expansão monetária, fixando tetos de emissões trimestrais que não deveriam ultrapassar R\$ 9,5 bilhões até março de 1995. Em outras palavras, tentava-se a fixação do que se poderia chamar de uma âncora monetária, capaz de redefinir as expectativas dos agentes econômicos, bem como evitar a pressão no nível de preços através da oferta de moeda. Ao longo do período especificado pela Medida Provisória (MP) 542, de 30 junho de 1994, ocorreram alterações quanto aos limites antes definidos<sup>4</sup>, o que, de fato, descaracterizou tal medida em seu objetivo original. Em um quadro de juros altos e em movimento ascendente e ajuste fiscal contracionista, com poucas intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, o impacto ocorreu sobre a cotação do real:

Na presença de mobilidade internacional de capitais, o resultado foi um aumento do já elevado superávit na conta de capitais e excesso de oferta de divisas no mercado de câmbio. Se o Banco Central absorvesse a oferta excedente, acumulando reservas cambiais adicionais, poderia colocar em risco a consecução das metas monetárias, suposto sustentáculo da reforma monetária. Consistentemente com a opção pela âncora monetária, o Banco Central retirou-se do mercado de câmbio, permitindo que

---

<sup>4</sup> A MP autorizava alterações nos valores estabelecidos em até 20% para atender o que chamou de situações extraordinárias.

o excesso de oferta de divisas ocasionado pela sua política de juros se refletisse em queda do câmbio nominal. (BATISTA JÚNIOR, 1996, p. 145)

Aos poucos, forma-se a chamada âncora cambial, já exposta em trecho de Carneiro (2002). Um plano que nasce com uma proposta centrada na desindexação e na reorganização das contas públicas, logo se perpetua em um modelo de estabilização vinculado à uma referência externa, no caso, o dólar norte-americano. Poderia se chamar de ponto fraco do programa, seu aspecto frágil, o impacto da valorização do real frente ao dólar na balança comercial e, conseqüentemente, nas transações correntes, resolveu-se através da conta capital, mais especificamente, sobre investimentos em carteira.

Em outras palavras, baseou-se em capitais de curto prazo, cujo objetivo é ganhos de arbitragem dados os diferenciais de juros e proveitos com a moeda nacional valorizada. Em síntese, pode-se dizer que essa é a base que dá sustentação ao Plano Real, mesmo considerando as alterações realizadas em 1999, com a introdução da política de metas. Há ainda a política de privatizações que mesmo sob o invólucro de uma suposta modernização gerencial da economia brasileira, ideia bastante impulsionada pelos meios de comunicação na época<sup>5</sup>, sua real função encontrava-se no financiamento desse movimento:

O pressuposto da âncora cambial era, portanto, a constituição de reservas internacionais altas que permitissem desencorajar tentativas de especulação contra a paridade estabelecida. A manutenção dessas reservas significava, todavia, manter elevada a atratividade da nova moeda para estimular os influxos de capitais. [...] nos primeiros anos da abertura, os fluxos mais voláteis – porta-fólio e empréstimos de curto prazo – constituíram as principais formas de absorção de recursos financeiros. Assim, os fluxos líquidos elevados exigiam altas taxas de juros na moeda doméstica. (CARNEIRO, 2002, p. 363)

Em 1994, a posição externa da economia brasileira parecia relativamente confortável. Segundo dados de Avellar (2001), desde 1992, as reservas internacionais apresentaram um acréscimo considerável. Se em 1991 cerca de US\$ 9.406 milhões compunham o montante de reservas, esse montante saltou para US\$ 23.754 milhões em 1992 e US\$ 32.211 milhões em 1994, na esteira da desregulamentação do mercado de capitais promovida pelo governo Collor. Segundo Nogueira JÚNIOR, em junho de 1994, as reservas no conceito de caixa chegaram a

---

<sup>5</sup> À guisa de exemplo: “A vitória universal da ideia privatista, que tem sofrido interrupções, porém não reversão, resulta de duas constatações: Os governos estão falidos, em virtude da resistência do contribuinte a novos impostos, em contraste com crescentes exigências de serviços básicos; A revolução tecnológica e a globalização de mercados exigem uma flexibilidade decisória inatingível pelos dinossauros estatais. Os argumentos genéricos em favor da privatização têm raízes filosóficas, econômicas, políticas e éticas. Os cientistas sociais costumam salientar cinco aspectos: a) o redimensionamento do governo; b) o alívio fiscal; c) a melhoria de eficiência; d) a despolitização das decisões gerenciais; e) a democratização de capital.” (CAMPOS, 1995)

“US\$ 40,1 bilhões, dos quais cerca de 70% haviam sido constituídos desde a posse de Fernando Henrique Cardoso como Ministro da Fazenda” (BATISTA JÚNIOR, 1996, p. 135).

Nota-se que parte substancial do acréscimo ocorrido desde 1992 objetivou a construção das condições de viabilidade de um plano de estabilização. Mesmo considerando apenas dados da balança comercial, os números são positivos para o período. Desse modo, o grande trunfo em 1994 para o sucesso do Plano Real era o setor externo. Cabia, no entanto, que as condições de possibilidade da proposta fossem perpetuadas ao longo do tempo, ou seja, que se mantivessem no decorrer de seu funcionamento. Em síntese, era necessário que capitais externos ingressassem no país em um montante capaz que cobrir a brecha aberta pela valorização da moeda doméstica. A política monetária cumprirá, dessa forma, sua “razão de ser”, implementando, ao longo de toda a década de 1990, uma política de juros altos, capaz de atrair investimentos em carteira. Era a senha para uma inflação declinante com impactos significativos no lado real da economia, com crescimento fraco e perda de dinamismo da economia brasileira.

### **3.2.3 A lógica do baixo crescimento**

Apesar das variáveis elencadas na seção anterior sobre as condições de possibilidade da proposta de estabilização, o cerne do plano era relativamente simples: obter uma âncora cambial capaz de, paralelamente ao processo de desindexação, atuar como indexador externo da moeda doméstica, regulando, através desta, seu valor interno e estabilizando o sistema de formação de preços. É por esse motivo que, conjuntamente com o estabelecimento da âncora, promoveram-se reformas substanciais da economia brasileira, capazes de alterar sua trajetória de longo prazo, como, por exemplo, abertura comercial e desregulamentação da atividade financeira.

O primeiro aspecto, que objetivava o aumento da concorrência dos produtos nacionais por internacionais, tendo em vista a elevação do volume das importações, possuiu impacto crescente na economia do país. Dados do hoje extinto Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) demonstram a deterioração contínua da posição externa brasileira, excetuando a balança de serviços, a partir de 1994. Se no referido ano, o saldo da balança comercial chegou a cerca de US\$ 10.466 milhões, já em 1995, o superávit reverte-se em uma posição deficitária de aproximadamente US\$ 3.465 milhões, cenário agravado nos anos seguintes.

Tabela 1 - Balança Comercial Brasileira US\$ FOB Janeiro/Dezembro 1991 – 1998

Ano	Exportação	Importação	Saldo
1991	31.620.439.443	21.040.470.792	10.579.968.651
1992	35.792.985.844	20.554.091.051	15.238.894.793
1993	38.554.769.047	25.256.000.927	13.298.768.120
1994	43.545.148.862	33.078.690.132	10.466.458.730
1995	46.506.282.414	49.971.896.207	-3.465.613.793
1996	47.746.728.158	53.345.767.156	-5.599.038.998
1997	52.982.725.829	59.747.227.088	-6.764.501.259
1998	51.139.861.545	57.763.475.974	-6.623.614.429

Fonte: Brasil (2013)

Como se pode ver pela tabela 1, o déficit na balança comercial brasileira elevou-se cerca de 91% entre os anos de 1995 a 1998, resultado direto da valorização cambial. Logo após a implementação do Plano, em julho de 1994, houve uma rápida valorização da moeda, colocando o preço do dólar norte-americano abaixo de US\$1, já nos primeiros meses da execução da proposta. Situação que se perdurará nos dois anos seguintes, com o real alcançando a paridade R\$1/US\$1 apenas em junho de 1996 (IPEADATA, [2020?]) A trajetória, contudo, é ascendente, ou seja, a moeda brasileira vai paulatinamente perdendo valor frente ao dólar. Segundo dados do Ipea, a média mensal do câmbio comercial para compra durante o período que se inicia em maio de 1995 até dezembro de 1998, último mês do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, sai de R\$ 0,89 para R\$ 1,20 (IPEADATA, [2020?]) Isto é, uma desvalorização de cerca de 34%. Apesar disso, da perda gradual de valor do real frente ao dólar, sem saltos significativos, os valores são insuficientes para a reversão da balança comercial.

Será preciso ainda a maxidesvalorização de janeiro de 1999 para por termo ao real valorizado e a série de saldos deficitários da balança comercial brasileira. Houve aí, alterações na forma de manuseio da política monetária brasileira com a implementação do regime de metas e a adoção do tripé macroeconômico, cujos outros dois elementos surgem na necessidade de superávit primários e na adoção do câmbio flexível. Com relação à inflação, cujo combate é o objeto suposto do Plano Real, segundo dados do IBGE ([2020?]) as taxas vão diminuindo ao longo do período analisado, com seus menores índices em 1998 (IPCA 1,65% e INPC 2,49%), para voltar a se elevar no ano seguinte (8,94% e 8,43%, respectivamente).

A morosidade na queda da taxa de inflação deveu-se, sobretudo, ao lento declínio dos preços dos bens comercializáveis [...] Dado o mecanismo de alinhamento de preços estabelecido pela URV, é pouco provável que essa inflação residual tenha sido produzida por descoordenação. Ela foi produto da ancoragem cambial e da abertura que internalizou um vetor de preços externos para os bens comercializáveis em simultâneo com o crescimento do nível de atividades que permitiu um aumento dos preços dos bens não comercializáveis. Portanto, a mudança de preços relativos, que já

vinha ocorrendo desde o início da década por conta da abertura, acelerou-se na fase da URV em razão do aquecimento do nível de atividades. (CARNEIRO, 2002, p. 367)

Evidentemente que ao utilizar o vetor externo para o controle dos preços internos, a dinâmica dos preços internacionais seria, em alguma medida, internalizada. Foi isso o que aconteceu com os produtos comercializáveis. Seu movimento refletiu-se nas projeções de inflação da economia brasileira, impedindo uma queda mais rápida. De fato, a tabela completa dos dados apresentados anteriormente mostra um IPCA de 22,41% em 1995 e INPC de 21,98%. Já em 1996, as duas variáveis apresentam queda, contudo mostram certa resiliência, com valores de 9,56 e 9,12%, respectivamente. Dessa forma, a queda de atividade oriunda do aumento dos juros, apenas em parte atingiu o movimento do nível geral de preços.

O Brasil, a partir desse período, “importaria” a inflação internacional embutida nas mercadorias que entrariam no país. Em outras palavras, uma inflação internacional baixa representava uma tendência de queda do nível de preços da economia brasileira. Em um cenário contrário, verificar-se-ia uma tendência à aceleração inflacionária. O que ocorreu, então, foi uma espécie de convergência para patamares de preços internacionais. O outro lado desse tabuleiro apareceu no nível de atividade econômica. O desenrolar do processo revelou que o nível de atividade da economia brasileira elevava-se apenas no início da execução do Plano, devido, principalmente, ao fim do imposto inflacionário, pela demanda interna represada e postergação das decisões de gastos e investimentos, tendo em vista a perspectiva criada pelo próprio Plano Real. Essa experiência, como afirmado anteriormente, surgiu também em outras economias latino-americanas, bem como na própria história econômica brasileira, em seus planos de estabilização anteriores.<sup>6</sup>

No entanto, a partir de 1996, esse cenário se alterou com a queda no ritmo de crescimento. Dados trimestrais do IBGE referentes à variação do Produto Interno Bruto a preços correntes, acumulado em 12 meses, revelam um patamar não superior a 2,5% (1º trimestre) durante todo o ano. A situação se alterou um pouco no ano seguinte, com um pico de 4,0% no 2º trimestre (IBGE, [2020?]). Porém, o quadro se deteriora e, em um movimento declinante, alcança um piso de -0,4% no 3º trimestre de 1999. Em síntese, após a efervescência inicial, pelos motivos já expostos, o Plano Real não mostrou um caráter pró-crescimento. Pelo contrário, taxas de juros altas somadas à dependência externa de capitais de curto prazo,

---

<sup>6</sup> Sobre, por exemplo, o plano cruzado: “O aumento do poder de compra dos salários, a despoupança voluntária causada pela ilusão monetária, o declínio do recolhimento do imposto de renda para pessoas físicas, a redução das taxas de juros nominais, o consumo reprimido durante os anos de recessão e o congelamento de alguns preços em níveis defasados em relação a seus custos detonaram conjuntamente uma explosão do consumo. (MODIANO, 1989, p. 361)



revelando um nó no balanço de pagamentos, demonstraram ser a senha para o baixo crescimento, com as consequências esperadas no emprego e na renda nacional. Conforme indicou Bresser-Pereira (2005):

[...] essa armadilha revela-se no fato de que toda vez que a taxa de juros é reduzida e a economia volta a dar sinais de crescimento, o déficit em conta corrente aumenta. Como este já é normalmente alto, 10 e como as autoridades estão determinadas a impedir que a taxa de câmbio suba, seja pelos efeitos inflacionários temporários, seja por mero populismo cambial, a solução está em novamente elevar a taxa de juros, e assim voltar a aumentar o desemprego. Mas, ao se elevar a taxa de juros, elevam-se o déficit público e a relação dívida pública/PIB, reduzindo o crédito do país, em vez de aumentá-lo. (BRESSER-PEREIRA, 2005, p. 25)

Como reflexos de sua estratégia geral, o modelo demonstrou durante o período analisado, resultados pífios. Novamente segundo dados do IBGE ([2007?]), a taxa de desocupação da economia brasileira caracteriza-se por um movimento ascendente a partir de 1995 (6,09%) até 2001 (9,35%), quando cai cerca de 0,19%. Nesse período, chegou a atingir 9,65% no ano de 1999, fechando o segundo mandato do governo Fernando Henrique Cardoso em 9,16%. Já o rendimento médio do trabalho, segundo as estatísticas do IBGE ([2020?]) paralelamente ao movimento de elevação da taxa de desocupação, cai a partir de 1995 (R\$ 1.023), estabilizando apenas em 2001, no valor de R\$ 831, ou seja, apresentando queda de aproximadamente 18%.

Verifica-se que a inflação baixou lentamente, de maneira gradual, mas com altos custos no lado real da economia e à população trabalhadora, incapaz de resistir à queda de seus rendimentos. A dinâmica do plano, de fato, residia na queda da atividade e preenchimento da lacuna do setor industrial por mercadorias importadas. O déficit aí gerado seria (como efetivamente foi) financiado por capitais externos de curto prazo.

A nova realidade das contas externas teve como protagonista o investimento estrangeiro de curto prazo, cuja movimentação responde pela maior parte do saldo da conta financeira e explica também o movimento das reservas externas, que cresceram de cerca de US\$ 10 bilhões em 1990 para US\$ 60,1 bilhões em 1996, patamar do qual passaram a cair para cerca da metade desse valor, por conta dos ataques especulativos nas crises de 1997 e 1998. O predomínio desse tipo de inversionista na conta de capital, aliado ao crescimento do passivo externo, responde pela fragilidade financeira externa do País, parcialmente mitigada pelo saldo comercial. Essa é a nova modalidade de constrangimento externo ao crescimento, pois obriga a uma combinação de políticas macroeconômicas de juros elevados e superávit primário das contas públicas, que visam dar a credibilidade exigida à atração de novos fluxos de capital necessários para garantir a precária estabilidade cambial, alcançada unicamente pelo permanente esforço de prevenir uma sempre presente possibilidade de fuga do real. (FARIA, 2004, p. 186).

Dessa forma, o nível elevado de juros respondia a três metas centrais e convergentes: contenção inflacionária através da queda no nível de atividade, atração de capitais de curto prazo, objetivando suprir o déficit na balança comercial e valorização cambial. Assim, pegam-se até mesmo três coelhos com apenas um golpe. Atingia-se três metas com o manuseio de apenas uma variável. Alterava-se a trajetória da economia brasileira como um todo através da decisão de apenas uma instituição, qual seja, o Banco Central.

Vislumbra-se o essencial da política adotada a partir de 1994: o baixo crescimento, com todas as suas consequências econômicas, políticas e sociais, não aparecia meramente como um reflexo da execução do plano, um custo que deve ser pago para que a sociedade conviva com uma inflação mais baixa, mas é, de fato, *o próprio plano*. O baixo crescimento faz parte da estratégia construída no combate à inflação, por isso, quando se mencionava em reverter esse quadro sem mudanças no cenário macroeconômico, ou seja, sem perspectivas de alterações nos pilares do Plano Real, não se refere a soluções efetivas. Apenas com mudanças em tal cenário é possível vislumbrar um processo de crescimento a taxas razoáveis durante um período prolongado. Utilizando novamente Carneiro (2002)

[...] a economia brasileira se encontra num impasse, ou seja, somente será possível manter a estabilidade da moeda à custa do crescimento econômico. A primeira restrição que existe quanto a esse último está no plano do valor externo da moeda. O crescimento excessivo do DTC [déficit em transações correntes] poderá conduzir a uma necessidade de corrigi-lo. Se isso for feito pela correção do valor externo da moeda, corre-se o risco de desencadear uma aceleração da inflação e um aumento permanente do estoque da dívida pública. A outra alternativa será, obviamente, a de desacelerar o crescimento econômico. Evitar o questionamento do valor externo da moeda supõe desacelerar o crescimento econômico, o que impõe realizar superávits primários elevados ou admitir o crescimento da dívida pública interna para limites acima do aceitável pelo mercado, ou seja, significa aceitar o questionamento do valor interno da moeda. A conclusão anterior implica reconhecer que a política econômica de preservação da estabilidade deverá ter como um de seus elementos centrais o caráter restritivo. Somam-se a isso as demais características da economia brasileira, produtivas, financeiras e macroeconômicas para configurar um regime de baixo dinamismo. (CARNEIRO, 2002, p. 398)

Cria-se impasse em 1994, surgindo novos elementos em 1999 com o regime de metas de inflação e o tripé macroeconômico. Na verdade, em nenhum momento pareceu, efetivamente, um impasse. As atas mostram que não havia dúvidas de qual variável econômica apresentava-se como prioritária, já que entre crescimento e inflação, o controle da segunda sempre esteve a frente da primeira:

[...] a mudança na modalidade de inserção internacional a maior responsável pelo não-crescimento nesses 10 anos. Isso pela combinação de três movimentos. Primeiro, o lado real da economia foi submetido a um ambiente macroeconômico de permanente

aperto monetário em razão da fragilidade financeira externa, constantemente no limiar da crise cambial, que exigiu taxas de juros elevadíssimas para atrair capitais suficientes para financiar o déficit em transações correntes e as amortizações da dívida externa. Além disso, a abertura comercial, se forçou um processo de reestruturação e ganhos de produtividade em inúmeros ramos, em diversos outros, sua forma abrupta enfraqueceu o potencial dinâmico da estrutura produtiva interna, pela quebra de inúmeros encadeamentos intersetoriais. Mais, o déficit crescente na conta de serviços, principalmente pelo pagamento de fatores, e as amortizações da dívida externa são transferências de renda para o Exterior que, somadas ao déficit comercial, significam redução da demanda efetiva. Para agravar a situação, o mecanismo monetário acabou por produzir uma explosão da dívida do setor público, que passou de 30,4% para 58,6% do PIB entre o final de 1994 e o começo de 2004. Para tentar conter esse processo, a partir de 1999, sucessivos superávits primários de mais de 3% do PIB passaram a fazer parte desse ambiente anticrescimento. (FARIA, 2004, p. 178)

Portanto, esses são os fatores que deram vazão ao moinho da financeirização da economia brasileira. O combate à inflação alimenta às finanças através dos juros altos e valorização cambial, compõe a dívida pública e deprime o nível de atividade econômica. Inunda o país de produtos importados, exportando empregos, além do importante papel das privatizações, usadas principalmente para fazer caixa para o Estado.

Sob a égide dos juros, deprimiu-se parte significativa da economia inteira brasileira, bastando apenas manter a “memória inflacionária” da população acesa e sempre atenta. Inflação no país já não era apenas um fenômeno econômico, mas um espectro que ronda o cotidiano dos brasileiros, como um pesadelo, todos os dias. Manter vivo esse espectro, essa sombra da inflação futura, uma inflação que virá, foi o que permitiu a perpetuação do modelo, mesmo com todos os percalços em sua execução. Nesse contexto, o ano de 1998 é de superação. Para o real, é claro.

## 4 O COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA

Desde sua criação, em 1996, o Copom foi ator principal em relação às diretrizes e ao comportamento da política monetária no país. Tornou-se espaço privilegiado de análise dos principais agregados econômicos, desde investimento e consumo privados até dados sobre a dívida pública, crédito e câmbio, citando aqui apenas os mais referidos de acordo com as atas de suas reuniões. No entanto, apesar da abrangência das informações analisadas, duas variáveis transformaram-se, ao longo do tempo, nos baluartes sob os quais as atenções do colegiado recaem de maneira profunda: inflação e taxa de juros.

O Copom, no decorrer de sua existência recobrou seu sentido na busca do que chamou de estabilidade monetária, isto é, no controle e combate permanente a possíveis elevações nos níveis gerais dos preços internos. Desses, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é o observado com mais atenção, haja vista atualmente ser a principal referência do regime de metas para a inflação. Para tanto, em sua luta cotidiana contra as supostas acelerações inflacionárias, utiliza com afinco a taxa básica de juros, atualmente a meta para a taxa média ajustada dos financiamentos realizados diariamente no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).

Apresenta-se, assim, a principal variável a sua disposição na luta contra a inflação, já que ao final de cada um de seus encontros, ocorre a definição de seu patamar. Em momentos em que a análise das variáveis econômicas supostamente revela brechas para o perigo inflacionário, eleva-se a meta da taxa SELIC. Em cenários contrários, o movimento esperado é sua queda. Aí se encontra o cerne da política monetária brasileira. É na definição da SELIC que o Copom faz jus à sua existência.

### 4.1 ORIGEM E ATRIBUIÇÕES

O Comitê de Política Monetária é um órgão decisório do Banco Central do Brasil criado em 20 de junho de 1996, através da circular nº 2698. Como afirma o próprio site do Banco Central:

A criação do Comitê buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já era adotado pelo Federal Open Market Committee (FOMC), do Banco Central dos Estados Unidos, e pelo Central Bank Council, do Banco Central da Alemanha. Em junho de 1998, o Banco da Inglaterra também instituiu o seu Monetary Policy Committee (MPC), assim como o Banco Central Europeu, desde a criação da moeda única em janeiro de 1999. Atualmente, uma vasta gama de autoridades monetárias em todo o mundo adota prática

semelhante, facilitando o processo decisório, a transparência e a comunicação com o público em geral. (BANCO CENTRAL DO BRASIL - BACEN, [2019?])

Em outras palavras, a criação de espaços colegiados para a definição e monitoramento das políticas monetárias nacionais apresentava-se como um movimento internacional, do qual o Brasil passou a fazer parte a partir do ano citado. De fato, a criação de um espaço desse tipo não foi genuinamente uma ideia brasileira. Como menciona o trecho acima, Estados Unidos e países europeus já possuíam órgãos similares, cujo objetivo central, além da definição da política monetária, surgia na busca por maior transparência, considerada então elemento importante na formação das expectativas dos agentes econômicos. Não apenas o Copom, mas a própria ata responde a essa dinâmica. Como se verá mais adiante, sua existência e estrutura buscam informar os principais elementos do processo decisório do Comitê de Política Monetária, expor suas análises, dúvidas e hesitações, sinalizando os caminhos possíveis da economia brasileira.

A circular nº 2698, em seu art. 1º, é taxativa em relação à função primordial do comitê, afirmando que seu objetivo se encontrava no estabelecimento de “diretrizes da política monetária e definir a Taxa Básica do Banco Central (TBC)” (BACEN, 1996). A TBC surgiu como taxa referência no início do Copom, cabendo sua definição ao final das reuniões do colegiado, bem como sua exposição dava-se na parte final das atas. Entretanto, a TBC logo foi acompanhada pela Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN), instituída pela circular nº 2780, de 12 de novembro de 1997. A partir desse momento, o comitê passou a definir duas taxas: TBC e TBAN, atuando no sistema de bandas, com a TBC aparecendo em patamares mínimos enquanto a TBAN surgia como teto da margem. Esse cenário somente se alterou no ano de 1999, com a implementação do sistema de metas para a inflação e a meta da SELIC ocupando o lugar das duas taxas referidas anteriormente.

Formalmente, as competências do Copom são definir a meta da Taxa Selic e divulgar o Relatório de Inflação. A taxa de juros fixada na reunião do Copom é a meta para a Taxa Selic (taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia), a qual vigora por todo o período entre reuniões ordinárias do Comitê.” (BACEN, 2019)

Oficialmente, estabeleceu-se o sistema de metas para a inflação através do decreto nº 3088, de 21 de junho de 1999. Contudo, o modelo já operava informalmente desde a posse de Armínio Fraga na presidência do Banco Central. O Comitê de Política Monetária não é citado no decreto, mas em seu art. 2º afirma: “Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas” (BRASIL, 1999), sendo que as

metas, a partir de então, seriam definidas pelo Conselho Monetário Nacional, com base em proposta elaborada pelo Ministério da Fazenda<sup>1</sup>. Mencionar, nesse momento ao Banco Central, era se referir, necessariamente, ao Copom, órgão especificamente criado para análise e definição da política monetária. No entanto, a execução das metas definidas pela CMN era o objetivo principal do colegiado.

Com relação à estrutura do Copom, de acordo com Ribeiro (2017), atualmente participam do primeiro dia de reunião:

[...] os membros com direito a voto: o presidente (voto de minerva) e os diretores das áreas de Administração (Dirad), de Assuntos Internacionais e Gestão de Riscos (Direx), de Fiscalização (Difis), de Regulação (Dinor), de Política Monetária (Dipom), de Política Econômica (Dipec), Organização do Sistema Financeiro e Controle de Operações do Crédito Rural (Diorf) e Relacionamento Institucional e Cidadania (Direc). Sem direito a voto, participam os chefes dos Departamentos de Assuntos Internacionais (Derin), Econômico (Depec), de Estudos e Pesquisas (Depep), de Operações Bancárias e de Sistemas de Pagamentos (Deban), de Reservas Internacionais (Depin), de Operações de Mercado Aberto (Demab) e de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin), o secretário-executivo e o assistente de imprensa do BACEN. (RIBEIRO, 2017, p. 103)

O funcionamento dos encontros, bem como seus participantes, alterou-se ao longo do tempo. A circular nº 2698 cita como membros do colegiado o presidente do Banco Central, diretores e chefes do Departamento Econômico (DEPEC), do Departamento de Operações Internacionais (DEPIN), do Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB) e do Departamento de Operações Bancárias (DEBAN), sendo que apenas presidente e diretores possuíam direito a voto. As deliberações duravam apenas um dia, refletindo no tamanho das atas, mais curtas e sucintas. A circular nº 2780 manteve essa composição e dinâmica.

Com relação à dinâmica das reuniões, ainda conforme Ribeiro (2017):

Nesse primeiro dia, os chefes de departamento apresentam suas análises da conjuntura econômica que abarcamos temas da inflação, das finanças públicas, do mercado monetário, do balanço de pagamentos, da economia internacional e reservas internacionais, assim como avaliam tendências das variáveis macroeconômicas prospectivas de acordo com suas respectivas áreas de atuação. No segundo dia, reúnem-se apenas os membros do Comitê (presidente e diretores de área). Após feitas as análises dos dados apresentados no dia anterior, os diretores de Política Monetária e de Política Econômica opinam sobre a taxa de juros e sobre a política monetária. Os demais membros opinam e tecem considerações, seguindo-se a votação de propostas para a definição da meta para a Taxa Selic, cuja base é o consenso. (RIBEIRO, 2017, p. 103)

---

<sup>1</sup> “Art.1º Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de “metas para a inflação”. §1ºAs metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação. §2ºAs metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional - CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda [...]” (BRASIL, 1999)

As atas das reuniões buscam expressar justamente esse debate, trazendo apenas ao seu final as definições e encaminhamentos da política monetária e, especificamente, o patamar da taxa básica de juros. Sua forma, com o decorrer do tempo, modificou-se em função das mudanças do próprio Copom, tanto em sua estrutura, no modo em que os diversos temas eram expostos, como na abrangência de suas análises. Vê-se, mais adiante, como as atas de 1998 apresentavam-se de maneira mais sucinta que as de 2008, por exemplo. Dessa maneira, o estudo da documentação, o concreto do discurso do Copom, longe de ser algo monolítico, apresenta-se como a análise do próprio colegiado.

## 4.2 A MATERIALIDADE DAS ATAS

Ao proceder uma investigação pormenorizada dos traços basilares do Plano, faz-se necessária uma breve apresentação da materialidade das atas do Copom, que aborde o modo como se estruturam, a maneira como expõe os dados, informações e análises que embasam as decisões relacionadas às taxas referenciais de juros. Assim, antecedendo o estudo sobre o conteúdo que versam, é preciso deslindar a forma que assumem. Seguem, então, as principais normativas acerca de seu formato, além da apresentação da primeira ata desse trabalho, referente à reunião ocorrida no dia 28 de janeiro de 1998.

### 4.2.1 As Circulares nº 2.698 e nº 2.711, de 1996, e nº 2.780, de 1997

No dia 28 de janeiro de 1998 ocorreu a primeira reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) documentada através de ata e disponibilizada no endereço eletrônico do Banco Central do Brasil. Como já afirmado, apesar de criado em 1996 pela Circular nº 2.698, o comitê recebe nova disposição através da Circular nº 2.780, de 12 de novembro de 1997, entrando em vigor no dia 02 de janeiro de 1998. A Circular nº 2.698 criou também a chamada Taxa de Básica do Banco Central (TBC), referência, a partir de então, de patamar mínimo de juros para empréstimos do sistema financeiro junto ao Banco Central. Em conjunto com a TBC, apresenta-se a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN) através da Circular nº 2.711 de 28 de agosto de 1996, o que, de fato, instituiu um sistema de bandas para o patamar de juros no país, cujo teto a nova taxa estabeleceria.

As três circulares citadas são as bases que lançam a dinâmica de funcionamento do Copom: a política monetária, que seria decidida pelo colegiado criado pela primeira circular,

estabeleceria a banda de juros para acesso à liquidez do Banco Central. As atas, no caso, tornaram-se uma espécie de espelho do debate realizado nas reuniões, terminando com a definição, pelo colegiado, de ambas as taxas, TBC e TBAN. Essa foi a forma estabelecida para as decisões relativas à política monetária brasileira a partir de então. Entretanto, cabe ainda um maior detalhamento da primeira e terceira circulares, respectivamente.

Além de criar o Copom e a TBC, o regulamento anexo da Circular 2.698 definiu os objetivos do colegiado, sua estrutura e funcionamento, bem como atribuições e competência de seus integrantes. O Art.1º referia-se como função do comitê “estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a Taxa Básica do Banco Central (TBC)” (BACEN, 1996). Com relação à sua estrutura, elencava presidente, diretores e chefes de departamento<sup>2</sup>, (os últimos sem direito a voto) além de fixar periodicidade mensal às reuniões e “[...] excepcionalmente, sempre que necessário” (BACEN, 1996). O capítulo III do Regulamento estabeleceu as atribuições de cada membro do comitê, sendo que cada departamento deveria apresentar um ponto específico na análise de conjuntura, finalizando com o “Diretor responsável pelos assuntos relativos à Política Monetária”, que apresentaria “sugestões sobre as diretrizes de política monetária e proposta para a definição da TBC” (BACEN, 1996).

O texto encerrava no Art. 6º, afirmando que “caberá a Diretoria Colegiada a decisão relativa aos casos omissos e às alterações deste Regulamento” (BACEN, 1996). O documento era relativamente simples, formalizado em quatro capítulos curtos que não totalizaram mais do que três páginas. Formato semelhante assumiu a terceira circular, nº 2.780, momento em que se decide pela instituição de novo regulamento. O objetivo em si do comitê continuava praticamente inalterado: “[...] estabelecer diretrizes da política monetária e definir a Taxa Básica do Banco Central (TBC) e a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN)” (BACEN, 1997). Adicionou-se, nesse item, apenas a TBAN. A estrutura do colegiado manteve-se: presidente, diretores e chefes de departamento (sem direito a voto). Há uma alteração na periodicidade das reuniões. Não mais reuniões mensais, mas ordinariamente, definido o mínimo de seis reuniões por ano e “[...] extraordinariamente, sempre que necessário, por convocação do Presidente” (BACEN, 1997). As atribuições praticamente não mudaram, contudo houve um detalhamento interessante, de acordo com o objeto desse trabalho, no Parágrafo 3º: “Ao Consultor do Diretor responsável pelos assuntos relativos à Política Monetária caberá secretariar as reuniões, elaborar as respectivas atas e encaminhar, para divulgação, as decisões

---

<sup>2</sup> O texto da circular cita os chefes dos seguintes departamentos: Departamento Econômico (DEPEC), Departamento de Operações Internacionais (DEPIN), Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB) e Departamento de Operações Bancárias (DEBAN).



emanadas do Copom” (BACEN, 1997). Revelou-se, assim, o responsável pela confecção das atas, ou seja, do objeto de pesquisa aqui observado.

A circular encerrou novamente normatizando decisões relativas a casos omissos e alterações no Regulamento. A única alteração substancial referia-se à inclusão da TBAN, o que não ocorria no texto da nº 2.698, de 1996. Ao longo do período analisado, várias alterações foram realizadas. Outras tantas circulares foram emitidas e mesmo essas que se faz referência no momento foram revogadas. No entanto, mantém sua estrutura central, bem como os objetivos do Copom. Ocorreram alterações quanto ao período de vigência da TBC e TBAN ou mesmo quando do estabelecimento da chamada Taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia), porém não se alterou o sentido do comitê: estabelecer as diretrizes da política monetária brasileira.

#### **4.2.2 Um exemplo: ata de 28 de janeiro de 1998**

A data que o título desta seção faz referência é a da reunião que embasa a primeira ata analisada por esse trabalho. No oitavo andar do edifício-sede do Banco Central, em Brasília, iniciou-se às 17 horas e 20 minutos, o encontro que definiu os valores da TBC e TBAN naquele janeiro de 1998. Estavam presentes nesse dia os membros da diretoria<sup>3</sup>, chefes de departamento<sup>4</sup>, além de alguns assessores<sup>5</sup>. A estrutura da ata dividia-se em uma pequena introdução, contendo os principais pontos de pauta da reunião, seguida de uma apresentação mais pormenorizada da conjuntura econômica e política.

Desse modo, elencaram-se os seguintes pontos, divididos em seções: preços e nível de atividades, agregados monetários e crédito, finanças públicas, balanço de pagamentos, ambiente externo, evolução do mercado de câmbio, reservas internacionais, liquidez bancária, mercado monetário e operações de mercado aberto e, por fim, diretrizes de política monetária. Tinha-se, ao todo, 11 seções, finalizando com as decisões relativas à TBC e à TBAN.

Por todo o ano de 1998, as atas apresentaram a estrutura descrita acima, alterando apenas a profundidade das análises de uma para outra. Em algumas, deu-se mais importância aos

---

<sup>3</sup> O presidente Gustavo Franco e os demais integrantes da diretoria: Carlos Eduardo Tavares de Andrade, Cláudio Ness Mauch, Demóstenes Madureira de Pinho Neto, Francisco Lafaiete de Pádua Lopes e Paolo Enrico Maria Zaghen.

<sup>4</sup> Altamir Lopes (DEPEC), Maria do Socorro Costa de Carvalho (DEPIN), José Antônio Marciano (chefe, em exercício, do DEBAN) e Eduardo Hitiro Nakao (DEMAB).

<sup>5</sup> Alexandre Pundek Rocha (consultor da Diretoria e secretário do Copom), Geraldo Villar Sampaio Maia (assistente do secretário do Copom) e Sílvia Correa de Faria (assessora de imprensa).

índices de preços e nível de atividade econômica, em outras, o ambiente externo era preponderante, por exemplo. Essas alterações respondiam a dinâmica do momento de cada reunião e à percepção do colegiado sobre os fatores que poderiam influenciar as variáveis econômicas em observação. Em outras palavras, eram influenciadas pela própria conjuntura que pretendiam analisar.

No entanto, durante esse primeiro período não se alterou a estrutura da ata. Mantiveram-se as seções, as mesmas variáveis, as mesmas divisões na apresentação do documento. Somente houve modificação no ano seguinte, em 1999, com a chegada de Armínio Fraga à presidência do Banco Central e a implementação da chamada política de metas de inflação na determinação das diretrizes da política monetária brasileira. Aí sim, ocorreu uma mudança no formato das atas, com a adição de novas variáveis em análise e novas seções, bem como supressão de outras.

Esse documento introduziu fio condutor que será importante para a investigação futura, bem como para a compreensão da dinâmica política e econômica cujas atas representam a expressão concreta. Mesmo com sua estrutura alterada em período posterior, as atas revelam mais do que simplesmente o comportamento de agregados monetários, já que suas perspectivas vão além de discussões relacionadas à moeda ou componentes correlatos, como, por exemplo, nível de juros. Apesar de seus encaminhamentos irem nessa direção, a rota que desvendam surge muito mais sinuosa.

As atas são documentos de análises econômicas e políticas que baseiam decisões sobre a taxa básica de juros no país. Sua complexidade pode ser percebida pela relevância de dois itens das seções anteriormente elencadas: preços e nível de atividade e ambiente externo. Em um primeiro momento, pode-se considerar que não compõem dados diretamente relacionados à moeda, entretanto apresentavam-se como fatores basilares na dinâmica econômica com o Plano Real, ao que se ligavam à política fiscal, às finanças públicas e ao financiamento externo. Somente esses fatores já seriam suficientes para explicitar que o debate sobre juros no Brasil envolve mais do que apenas questões monetárias. Quando se refere à política fiscal, liga-se, necessariamente, à distribuição de renda, do mesmo modo como o financiamento do Estado brasileiro relaciona-se ao mercado internacional. Enfim, considera-se que não apenas a moeda está em jogo, mas um modelo de desenvolvimento. É isso que as atas representam e é sobre isso que dialogam.

Como dito, preços e nível de atividade econômica são as duas maiores seções dos textos e o espaço em que se encontravam as análises mais detalhadas, perpassando os principais índices de preços do período e os três principais mercados no capitalismo global ao final da década de 1990: Estados Unidos, Alemanha e Japão. Indo ao encontro do parágrafo acima, não

é factível acreditar que tal característica aparecia como algo aleatório ou fruto da subjetividade daquele que redigiu o documento. Pelo contrário, expressava a compreensão da dinâmica da economia brasileira a partir da implementação do Plano Real.

Há, assim, dois temas centrais que, conforme o texto, baseavam as decisões quanto aos níveis de juros: política fiscal e seus reflexos nas finanças públicas (as atas já revelavam preocupação com o resultado primário do setor público) e comportamento do mercado global, relacionando tanto o comércio internacional, volume de exportações e importações, quanto à disponibilidade de capitais, seja para investimentos diretos ou aplicações financeiras de curto prazo.

O ano de 1997 findou com uma queda acentuada nos índices de preços. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 5,22%, após os 9,56% do ano anterior. Comparado ainda aos 22,41% de 1995, a queda foi ainda maior (IBGE, [2020?]). No entanto, o relato da reunião de janeiro frisou a aceleração, em dezembro de 1997, de alguns valores como o Índice de Preços ao Consumidor (IPC-FIPE), a “alta generalizada, principalmente em alimentação e bebidas” (BACEN, 1998) do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), além de elevação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), bem como os efeitos dessas variações sobre a taxa de câmbio real. Deu-se ênfase também a queda da produção industrial verificada em novembro de 1997, principalmente nos setores de bens de capital e bens de consumo duráveis, confirmando, segundo a própria ata, dados da Federação da Indústria do Estado de São Paulo (FIESP) e da Confederação Nacional da Indústria (CNI) sobre o recuo da atividade na indústria de transformação no mês de novembro. Dados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (IBGE, 1997) do IBGE mostravam, de fato, uma sensível redução na produção industrial no último bimestre de 1997, com queda generalizada em todos os setores, despontando os bens de consumo duráveis (-1,4%). Segundo a pesquisa, na comparação dezembro de 1997/dezembro de 1996, apesar da predominância de resultados negativos, houve aumento de 4,7% na produção de bens de capital, devido ao “aumento da renda agrícola e conseqüente crescimento do investimento em máquinas e insumos para o setor; crescimento da atividade de construção, inclusive construção pesada [...] e desempenho positivo das indústrias extrativas mineral” (IBGE, 1997, p. 7). Já o fraco desempenho da produção de bens de consumo duráveis teve como causa, segundo o documento, “esgotamento dos fatores que propiciaram a notável expansão acumulada no período 1993/97” (IBGE, 1997, p. 7). Em outras palavras, correspondia a uma retração cíclica, em vista do crescimento do período anterior (ainda segundo o documento, a elevação em bens de consumo

duráveis entre os anos de 1993 a 1996 foi de 94,6%). Desse modo, o cenário descrito pela ata referente à indústria, agravou-se no mês de dezembro de 1997.

Três outras seções receberam destaque ao longo do documento: finanças públicas, balanço de pagamentos e ambiente externo. Em relação ao primeiro item, o documento refere-se a uma dívida líquida do setor público (DLSP) que atingiu, em novembro de 1997, 33,2% do Produto Interno Bruto (PIB), assim como as necessidades de financiamento do setor público (NFSP) no conceito nominal alcançaram a ordem de 5,03% do PIB no acumulado em 12 meses a partir do mesmo mês de 1997. Como resultado primário, no acumulado em 12 meses, obteve-se um superávit de 0,12% do PIB. Já no segundo item, a ata destacou que o “aumento de 38% no déficit em transações correntes em 1997 deveu-se ao maior déficit da balança comercial (51%) e da conta de serviços (27%) e à redução nas transferências unilaterais (24%)” (BACEN, 1998). Salientou também que do “total dos investimentos estrangeiros diretos, US\$ 180 milhões foram destinados à privatização, em dezembro” (BACEN, 1998) e “em que pese as maiores saídas de capitais de curto prazo, o movimento do mês de janeiro vem permitindo expansão das reservas internacionais em aproximadamente US\$ 1 bilhão” (BACEN, 1998). Dessa forma, citou os dois maiores pilares do financiamento externo brasileiro no pós-Plano Real: privatizações e capitais de curto prazo.

O terceiro item indicado apareceu como a seção mais extensa do documento e centrou-se, basicamente, nos três grandes mercados do capitalismo global na época: Estados Unidos, Alemanha e Japão. No entanto, em seu início discorreu-se acerca da crise dos mercados financeiros da Ásia, indicando a piora da situação da Indonésia, em um cenário em que houve melhora no mercado sul-coreano:

Assim, embora em menor escala, a Ásia parece estar iniciando (sic) processo semelhante ao vivido pela América Latina no início dos anos 80 e que resultou na securitização da dívida externa de países como o Brasil, via troca de dívida original por *Brady Bonds*. A situação da Indonésia combina instabilidade política e insolvência financeira. Sessenta por cento da dívida externa do país é de curto prazo, tendo a rúpia se desvalorizado em mais de 80% contra o dólar desde julho de 1997 (59,9% somente nestes primeiros dias do ano). (BACEN, 1998)

Logo se confirmou que a análise do cenário político também se apresentava como uma variável importante para o Copom, principalmente em um quadro que combinava “instabilidade política” e “insolvência financeira”. É curiosa a referência à “insolvência financeira” da Indonésia, referindo-se, para isso, à composição dominante de curto prazo da dívida externa do país, pouco depois de afirmar que, apesar das saídas de capitais de curto prazo da economia brasileira, as reservas internacionais aumentaram em cerca de R\$ 1 bilhão. A descrição do

cenário de insolvência do país asiático guardava os segredos da insolvência brasileira que se revelaria em aproximadamente dez meses, com o ataque especulativo ao real. Esse assunto, de fato, não estava “oficialmente” sendo tratado pelo documento, demonstrando-se confuso nesse sentido. Apesar de mencioná-lo, não faz nenhuma digressão sobre a capacidade brasileira de resistir a um ataque especulativo ou se havia risco de contaminação do real pela crise externa. Existia apenas um trecho que comentava a preocupação do “mercado doméstico” sobre a solvência brasileira e esse se encontrava quando o assunto era evolução do mercado de câmbio:

No mercado doméstico, o clima de “recesso” que caracterizou o mercado de câmbio até o início do mês de janeiro foi interrompido com as notícias sobre o agravamento da situação na Indonésia, acompanhadas por artigos na imprensa nacional e estrangeira a respeito da vulnerabilidade do Brasil a novo ‘ataque especulativo’. (BACEN, 1998)

Logo após, referindo-se às reservas internacionais, o texto mencionou um aumento de R\$ 1 bilhão composito, em dezembro de 1997, R\$ 53,2 bilhões em liquidez internacional e R\$ 52,5 bilhões em caixa. O documento não indicou o tipo de reservas que se dispunha no momento, apenas fez uma menção, já citada, sobre a saída do país de capitais de curto prazo e o aumento das privatizações. Na última seção, citou ainda que o “quadro [crise asiática] que se afigurava era bem mais favorável, tendo em vista a disposição de diversos países da região em se adequar a programas amplos de ajuste.” (BACEN, 1998). Dessa forma, o colegiado apresentou postura titubeante quanto à capacidade brasileira de resistir à propagação da crise externa e defender a moeda doméstica. A mensagem era, no mínimo, dúbia.

O texto ainda fez referências ao papel da Alemanha como país fiador da unificação monetária e do *Bundesbank*, como garantidor do futuro banco central europeu. Demonstrou preocupação com a falta de dinamismo da economia japonesa e a principal referência aos EUA relacionava-se à chamada “*flight to quality*”, devido a crise asiática. Em síntese, os títulos do tesouro americano apresentavam-se como porto-seguro da economia mundial em fins de 1997.

Após essas digressões e alguns dados levantados sobre liquidez bancária, mercado monetário e operações de mercado aberto, chegava-se, por fim, as diretrizes de política monetária, momento em que se decidiu, por consenso, fixar a TBC em 34,5% a.a. e a TBAN em 42% a.a. No corpo do texto ainda havia uma observação sobre o nível da atividade econômica e os “efeitos secundários da alta dos juros”:

Observou-se que a atividade econômica estava mostrando redução significativa em certos setores, expressando os primeiros impactos da política monetária, mas não ainda os efeitos secundários da alta dos juros. Estes efeitos deveriam ocorrer ao longo de um período mais prolongado tendo em vista a defasagem natural na transmissão da

política monetária. Considerou-se que a política monetária se mostrava eficaz no controle da absorção interna, mas a extensão de seus efeitos dependeria de seus próximos passos. (BACEN, 1998)

De fato, a atividade produtiva voltaria a patinar no ano seguinte. Segundo dados do IBGE ([2020?]), o 4º trimestre de 1998 encerrou, no acumulado de 12 meses, com elevação de apenas 0,3%, recuando 0,4% no 3º trimestre de 1999, também no acumulado de 12 meses. Esse cenário apenas se alterou no decorrer do ano 2000, como consequência da desvalorização do real promovida em janeiro de 1999 e pela paulatina melhora do cenário externo.

A ata da reunião de janeiro de 1998 serve como referência da maneira como as avaliações do Copom serão analisadas e expostas neste trabalho. Representa, assim, o concreto da análise, a materialidade das atas do Comitê de Política Monetária. Através de suas linhas procura-se confirmar a hipótese central desse trabalho, qual seja, a constituição do Plano Real como modelo de desenvolvimento de longo prazo da economia brasileira, instituindo um bloco no poder cuja hegemonia baseava-se nos interesses do capital financeiro nacional. Portanto, prossegue-se a investigação na busca da totalidade concreta (KOSIK, 1985) do período, de seu concreto pensado (MARX, 1978).

## **5 O REAL DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO: ÂNCORA CAMBIAL E CONSTRUÇÃO DA HEGEMONIA FINANCEIRA (1995 – 1999)**

Após a reconstituição histórica da financeirização do capital e o estudo do que se considerou os principais pontos ligados à economia política e à macroeconomia do Plano Real, a partir da materialidade das atas do Comitê de Política Monetária, mira-se por ora nos aspectos contingentes do período em estudo. Como explicitado na introdução, optou-se por dividir a exposição da análise de acordo com os mandatos presidenciais, com subdivisões relacionadas às trocas na presidência do Banco Central. Trata-se das gestões de Gustavo Franco e Armínio Fraga, durante os mandatos de Fernando Henrique Cardoso, e de Henrique Meirelles nos governos Lula. A intenção é expor à cronologia dos fatos que baseiam a documentação. O presente capítulo discorre sobre as atas do Copom elaboradas no decorrer do ano de 1998, focando o Plano Real dos governos Fernando Henrique Cardoso.

### **5.1 AS ATAS DA ERA DE GUSTAVO FRANCO**

Esta seção valoriza as análises das atas, respeitando, como já referido, as respectivas gestões no comando do Banco Central. Primeiramente, desponta a documentação formulada na presidência de Gustavo Franco. O economista assumiu a direção da instituição e, conseqüentemente, do Comitê de Política Monetária em 20 de agosto de 1997, no lugar de Gustavo Loyola. Deixou o cargo em janeiro de 1999, momento em que ocorreu a chamada maxidesvalorização da moeda brasileira. Em seu lugar, assumiu Armínio Fraga.

#### **5.1.1 O derradeiro ano de 1998**

Uma série de acontecimentos importantes para as forças políticas do país ocorreram em 1998. As eleições de outubro dominaram a agenda nacional, pautaram a opinião pública e fizeram dos temas econômicos um dos principais pontos no debate nacional. Contudo, o desenrolar dos fatos mostrou que não somente por isso o período deve ser analisado com minúcia. Foi, também, o final do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso. O último ano antes da adoção do regime de metas para inflação, assim como do novo tripé macroeconômico. Nesse sentido, 1998 é caracterizado como o ano derradeiro para a âncora cambial, para a moeda valorizada e para o câmbio controlado em valores próximos ao US\$ 1,00.

Os ataques especulativos contra a moeda brasileira colocaram em xeque a estrutura montada em 1994. Nesse sentido, o acúmulo de problemas na área fiscal e externa, a dependência excessiva de capitais de curto prazo, os altos índices de desocupação oriundos da baixa atividade econômica não surtiram o mesmo efeito, para as bases do Plano Real, que um ataque especulativo à moeda nacional. A fuga de capitais a partir de outubro, minimizada com um empréstimo relâmpago do Fundo Monetário Internacional (FMI) no montante US\$ 41 bilhões, apareceu como o estopim para a busca de um novo arranjo para a política monetária.

Construiu-se, então, no ano seguinte, primeiro ano do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, o chamado sistema de metas para a inflação, norte para as decisões de política monetária a partir de então. Nesse contexto, a análise de 1998 revela não apenas a crise de um arranjo de política monetária, sua fraqueza exposta nos rombos da área fiscal e externa, mas também o palco para seu retorno, com ainda mais força. O regime de metas, institucionalizado, gravou em lei<sup>1</sup> a política “correta”, “saudável”, “técnica”, frente aos arroubos dos lenientes com o processo inflacionário. Dessa forma, marcou, enfim, a queda e renascimento do Plano Real.

A partir daí, a instrumentalização de um modelo de política econômica, antes feita de maneira aparentemente tímida, exposta de maneira confusa, inclusive, com o que parecia ser falta de convicção da própria equipe econômica, passou a ser realizada abertamente, de maneira oficial. A política monetária, parte importante do conjunto da política econômica, tratada como política de governo, ganhou status de política de Estado. Portanto, utilizando as palavras de Winston Churchill em discurso proferido em 1942, ao comentar a vitória britânica sobre as tropas nazistas no norte da África, 1998, após 4 anos de implementação do Plano Real, não representou seu fim, “[...] não é nem o início do fim. Mas, talvez, seja o fim do início”<sup>2</sup>

#### 5.1.1.1 Preocupações com o cenário internacional: ata de 04 de março

Já se abordou a primeira reunião de 1998, no dia 28 de janeiro. Queda nos índices de preços e preocupações acerca do cenário internacional representaram a tônica do primeiro encontro do ano. A crise na Indonésia surgiu como o estigma principal em um momento de turbulências nos mercados globais. Dois dos grandes países capitalistas na época, Japão e

<sup>1</sup> Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d3088.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm).

<sup>2</sup> “Em 10 de novembro de 1942, após a vitória inglesa sobre o exército alemão do general Rommel, em El Alamein, no Egito, Churchill expressou sua preocupação e sua esperança: *Agora, isto não é o final. Não é nem o início do fim. Mas, talvez, seja o fim do início*” (SONDERMANN, 2013, p. 111)



Alemanha, detinham-se em problemas de crescimento interno. Se o primeiro ainda se ressentia da valorização do iene frente ao dólar no final da década de 1980, o segundo surgia como o grande fiador da união monetária europeia, com início no ano de 1999. Os contratempas na Ásia, com a Indonésia apresentando-se como a “moeda da vez”, salgaram um cenário que já há muito não aparentava tranquilidade.

Nesse contexto, a preocupação com um ataque especulativo ao real apareceu em meio aos problemas internacionais, porém de forma ainda tímida, em um lampejo titubeante sobre a capacidade da economia brasileira de resistir caso a investida ocorresse. O quadro agravou-se com o declínio substancial da atividade econômica, despontando aí o setor industrial. O déficit primário, irrompendo dúvidas na área fiscal, destacou-se junto às outras duas variáveis: nível de atividade e crise internacional. Mantinha-se, então, a tônica da reunião anterior. Era quarta-feira e o encontro se estendeu das 15 horas e 30 minutos às 18 horas. Estavam presentes os membros da diretoria<sup>3</sup>, chefes de departamento<sup>4</sup> e alguns assessores<sup>5</sup>. Assim como na reunião de janeiro, a ata iniciou com a avaliação dos preços e nível de atividades. Se houve, em algum momento até então, alguma dúvida quanto ao caráter recessivo da estratégia adotada pelo Copom, desvaneceu-se logo no segundo parágrafo do documento:

A política monetária vem se mostrando instrumento eficaz de controle do nível de atividade econômica. A elevação das taxas de juros ao final de outubro contribuiu para a redução da produção industrial no último bimestre do ano, ocorrendo efeito mais intenso sobre as categorias de bens de capital, devido à incerteza quanto à evolução do nível de atividade, e de bens duráveis, que se apóia, fortemente, no crédito para alavancar as vendas. (BACEN, 1998)

O relato da reunião do dia 28 de janeiro não se dispôs a uma declaração dessa magnitude. Reduzindo-se o nível de atividades, detinham-se também os índices de inflação. Independentemente de quais fossem as causas do processo inflacionário, sua resolução residia pela diminuição da demanda interna. Em outras palavras, agiu-se como se a elevação do nível geral de preços irrompesse como uma inflação de demanda. O atrelamento entre as duas variáveis influenciava na própria estrutura do documento, tendo em vista que preços e nível de atividades eram dados analisados de maneira conjunta, na mesma seção da ata. Logo após o

---

<sup>3</sup> Gustavo H. B. Franco – Presidente, Carlos Eduardo Tavares de Andrade, Cláudio Ness Mauch, Demóstenes Madureira de Pinho Neto, Francisco Lafaiete de Pádua Lopes, Paolo Enrico Maria Zaghen e Sérgio Darcy da Silva Alves.

<sup>4</sup> Altamir Lopes - Chefe do DEPEC, Maria do Socorro Costa de Carvalho - Chefe do DEPIN, Luis Gustavo da Matta Machado - Chefe do DEBAN e Eduardo Hitiro Nakao - Chefe do DEMAB.

<sup>5</sup> Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria e Secretário-Executivo do Copom, Geraldo Villar Sampaio Maia - Economista e assistente do Secretário-Executivo do Copom e Sílvia Correa de Faria - Assessora de Imprensa.

trecho citado acima, o texto fez menção, em estatísticas dessazonalizadas, à produção industrial em janeiro elevava-se em relação ao mês de dezembro do ano anterior. No entanto, em seguida a essa afirmação, solicitava cautela, considerando os valores obtidos em novembro e dezembro de 1997: “No entanto, esse crescimento deve ser relativizado, tendo em vista que o nível da atividade industrial apresentou contração de 3,2% e 5% em novembro e dezembro.” (BACEN, 1998)

Em seu final, momento de avaliação das diretrizes de política econômica, o documento revelou relativo otimismo. Não necessariamente relacionado ao comportamento das variáveis econômicas, considerando que apenas o comportamento do nível geral de preços pareceu apresentar um panorama positivo. Pelo contrário, o otimismo representou as próprias projeções quanto à execução da estratégia cerne da formulação da política monetária. Não somente se vislumbrou a centralidade da taxa básica de juros na economia, como também sua instrumentalização em método de combate à aceleração inflacionária, mesmo com baixa atividade econômica e seus efeitos deletérios nos níveis de emprego e renda:

A intensidade e a velocidade das respostas dos agentes econômicos resultam de sua percepção das tendências de longo prazo. Nesse sentido, a pronta resposta à elevação das taxas de juros internas, em ambiente externo adverso, pode ser atribuída à reavaliação das expectativas quanto ao ritmo de crescimento da economia brasileira. A partir de agora, o ritmo de retomada da atividade e dos investimentos dependerá fortemente da percepção dos agentes quanto à trajetória futura das taxas de juros. A magnitude da queda da atividade, observada no último bimestre do ano, sugere estabilidade ou pequena recuperação no primeiro trimestre de 1998 e moderada elevação para o segundo trimestre. (BACEN, 1998)

A percepção da trajetória futura das taxas de juros foi elemento basilar das expectativas dos agentes econômicos. Formou-se, com isso, o que se poderia chamar de uma âncora de expectativas, que perpassam o comportamento dos agentes, influenciando tanto na atividade econômica quanto no nível geral de preços. Em março de 1998, a própria afirmação transpareceu uma certa falta de acuidade nos instrumentos operantes do Plano Real. A sinceridade, nesse caso, causava surpresa. No entanto, há sempre de se perguntar para quem as atas “falam”? A que grupo social se dirigem? Qual é seu público?

Pondera-se uma pequena armadilha: uma leitura apressada leva a crer que a ata relatava um comportamento posterior dos agentes econômicos, ou seja, apenas indicava algo verificado pelo Banco Central. Porém, há ali não apenas uma constatação, porém uma indicação de um *modus operandi*, um plano de ação. Nesse jogo, o Banco Central não despontava como um jogador passivo, à espera do movimento dos outros integrantes da mesa, mas aparecia de forma

mais agressiva. Nesse contexto, o próprio documento revelou seu sentido primordial como balizador de expectativas.

Mantendo essa linha, junto à evidência de que a taxa básica de juros se transformou em variável-chave, a ata lançou luz à projeção de um cenário de crescimento moderado para a atividade econômica:

Foi levantada preocupação quanto ao impacto de taxas de juros elevadas sobre o sistema bancário. Em resposta comentou-se que é necessário diferenciar a noção de juros anualizados da de juros praticados ao longo do ano, equívoco que pode levar a que se interprete a taxa em vigor entre reuniões do Copom como a taxa que vigorará na totalidade do ano. Adicionalmente, a perspectiva de crescimento para a economia em 1998 tende a contribuir para a estabilidade do setor. (BACEN, 1998)

Contudo, informações posteriores destoam da expectativa otimista. O 1º semestre de 1998 apresentou, segundo dados do IBGE ([2020?]), crescimento anualizado do PIB na ordem de 2,8%. No entanto, ao contrário do esperado, constatou-se declínio no decorrer do ano, encerrando o 4º semestre de 1998 com elevação de apenas 0,3%, ou seja, quadro de estabilidade frente ao ano anterior.

Diferentemente da ata anterior, de janeiro, o presente documento faz poucas referências a índices de preços específicos, focando-se apenas na falta de pressões decorrentes da absorção interna frente ao nível geral de oferta. Em síntese: não havia excesso de demanda capaz de elevar o nível geral de preços. Em relação às finanças públicas, o texto comentou o resultado de 1997, destacando a piora da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), no conceito primário, e a melhora nos resultados das empresas estatais federais:

As necessidades de financiamento do setor público, no conceito primário, registraram, em 1997, piora nas contas do Governo Federal e Banco Central e melhora no resultado das empresas estatais federais. Quanto aos governos estaduais e municipais, observou-se, em dezembro, reversão da tendência de recuperação desenhada ao longo do ano.” (BACEN, 1998)

Já referente ao balanço de pagamentos, a ata indicou “a retomada do fluxo de capitais de externos”, citando, segundo o documento, a “reversão das expectativas dos investidores internacionais quanto à atratividade do país” (BACEN, 1998). O volume total de ingressos estrangeiros foi de US\$ 1,2 bilhão, número considerado expressivo, tendo em vista o “número de dias úteis e a inexistência de recursos provenientes de privatizações” (BACEN, 1998). Além disso, as reservas internacionais impactaram cerca de US\$ 5,1 bilhões em fevereiro, totalizando, no conceito de liquidez internacional, US\$ 58,2 bilhões.

Além disso, o cenário externo continuou como um foco de preocupações. A Indonésia manteve-se como a “crise da vez” na Ásia. Entretanto, o quadro pareceu mais tranquilo para o continente, pelo menos em relação aos preços das ações e às respectivas cotações das moedas asiáticas frente ao dólar. Essa percepção de melhora do cenário asiático diminuiu também a busca por segurança através dos títulos americanos. Além disso, o texto destacou o desgaste dos agentes econômicos com os pacotes econômicos japoneses, pelo que considerou falta de estímulo fiscal para o consumo privado. Quanto ao câmbio, apresentava-se cenário de estabilidade, tendo em vista o aumento do afluxo de capitais internacionais. Referente a isso, o discurso refletiu uma postura defensiva:

O sentimento de que a maior parte do capital estrangeiro que tem ingressado no país corresponde a "*smart money*" não condiz com a realidade, haja vista o volume considerável de ingressos para investimentos em Bolsas de Valores e investimento direto, num mês em que não houve entrada de recursos para privatização e que se seguiu à crise de confiança originária da Ásia. (BACEN, 1998)

Após análises da liquidez bancária, mercado monetário e operações de mercado aberto, o documento encaminhou as diretrizes de política econômica. Como mencionado, o contexto aí descrito aparentava otimismo. As únicas duas variáveis que, segundo o documento, apresentaram piora foram o desemprego e a situação fiscal:

Observou-se que as contas externas haviam apresentado melhora, tanto em virtude de uma situação internacional mais calma, como em razão da atuação cautelosa do Banco Central na administração da taxa de juros. A recuperação das reservas internacionais fora extraordinária sob todos os aspectos, movimento que deveria ter prosseguimento nas semanas seguintes. Tudo indicava que o país poderia chegar em março ao nível de reservas pré-crise. Tamanho influxo de capitais mostrava a retomada da confiança, evidenciando que a política monetária vinha atingindo seus objetivos. A evolução de outros indicadores macroeconômicos, tais como balanço de pagamentos e nível de atividade, também se mostrava positiva, a despeito dos números sobre o desemprego [...]. (BACEN, 1998)

No quesito desemprego, a ata enfatizava que sua elevação não se deteve apenas a fatores conjunturais, sobre os quais se debruçaram o Banco Central. As causas para a piora desse cenário apresentavam também razões estruturais, ligadas às “transformações econômicas produzidas pela globalização” (BACEN, 1998). Surpreendentemente, o texto manteve-se nessa generalidade, sem explicitar ou indicar quais efetivamente foram as ditas “transformações econômicas produzidas pela globalização”. Já a situação fiscal ainda era, segundo o documento, a principal fonte de preocupações para a equipe econômica. Entretanto, indagações sobre o impacto do nível de juros sobre o setor bancário apareceram na determinação das diretrizes:

Foi unânime a avaliação de que a situação fiscal permanecia como elemento de preocupação. Observou-se que a taxa de juros de médio prazo, que é a mais relevante na determinação do nível de atividade, reflete em grande medida a situação fiscal e não a mera vontade da Autoridade Monetária. Foi levantada preocupação quanto ao impacto de taxas de juros elevadas sobre o sistema bancário. Em resposta comentou-se que é necessário diferenciar a noção de juros anualizados da de juros praticados ao longo do ano, equívoco que pode levar a que se interprete a taxa em vigor entre reuniões do Copom como a taxa que vigorará na totalidade do ano. Adicionalmente, a perspectiva de crescimento para a economia em 1998 tende a contribuir para a estabilidade do setor. (BACEN, 1998)

Dessa forma, “concluiu-se que havia espaço para alguma aceleração na redução da taxa de juros, o que aliviaria a situação fiscal sem prejuízo dos demais fundamentos macroeconômicos” (BACEN, 1998). Decidiu-se, assim, fixar a TBC em 28% a.a. e a TBAN em 38% a.a., ou seja, em um patamar inferior ao nível da reunião anterior. Essa ata, na verdade, traz algumas considerações interessantes. Apesar de seu otimismo aparente, ela apresentava-se de forma lacônica em relação ao documento do dia 28 de janeiro. Registraram-se uma quantidade menor de dados, as seções eram menos extensas e, muitas vezes, a argumentação não é específica, brotando, com isso, explicações genéricas. O otimismo referido acabou em parte suspenso e não explicado.

O documento afirmou a manutenção das preocupações com o setor externo, área fiscal e queda no nível de atividade, além de adotar caráter defensivo ao afirmar que o capital estrangeiro que ingressava no país não possuía apenas interesses de curto prazo. Até mesmo generalidades ideológicas eram encontradas, como a afirmação do desemprego estrutural causado pela globalização. Nessa parte, não há nada além de uma citação. Quais mudanças trazidas pelo que convencionou chamar de globalização causam desemprego? Quais os grupos mais afetados? Nesse sentido, o documento do dia 04 de março distribui conceitos em detrimento de construí-los. Note-se bem: a ideologia contida no documento, antes de obscurecer suas reais intenções, fazem com que as mesmas fiquem à mostra, na medida em que perdem seu discurso aparentemente “técnico”.

#### *5.1.1.2 Indícios de crise cambial: de abril a julho*

No decorrer do período entre os meses de abril a julho, registrou-se relativa estabilidade econômica, cenário que aparece nos documentos referentes às reuniões dos dias 15 de abril, 20 de maio, 24 de junho e 29 de julho de 1998. Desse modo, esses pouco diferiam das avaliações realizadas em março. No entanto, paulatinamente as atenções deslocaram-se para a questão externa, mormente na entrada de capitais estrangeiros no país. O cuidado com o fluxo de

capitais externos exprimia as preocupações com um dos pilares do Plano Real, qual seja, o financiamento do gargalo externo. Como bem lembra Silva (2002) “[...] programas de estabilização no período recente — final dos anos 1980 e ao longo dos anos 1990 — estão umbilicalmente relacionados com o cenário internacional prevalecente, quando a economia mundial atravessou profundas transformações.” (SILVA, 2002, p. 4). Dessa forma, as preocupações do Copom não eram infundadas. A ata do dia 15 de abril elucidava esse aspecto:

A captação de recursos de longo prazo tem sido preponderante para o financiamento do déficit em conta corrente e para o pagamento de amortizações. Os empréstimos de longo prazo, principalmente *notes*, têm proporcionado grandes volumes de captação. No entanto, os capitais de curto prazo também têm apresentado ingressos significativos, especialmente os empréstimos ao setor agroindustrial. (BACEN, 1998)

Nesse momento, como referido por Nogueira Júnior (1994), existiam dois tipos principais de capitais que ingressavam no Brasil: os de curto prazo e aqueles ligados ao processo de privatizações. A ata de abril menciona nesse quadro, “os fluxos de capitais que ingressavam no país naquele momento eram, em sua maior parte, insensíveis às taxas básicas de juros [...] e ao chamado cupom cambial” (BACEN, 1998) e que a “massa de recursos que ingressam como capitais estrangeiros refere-se a investimentos diretos, de portfólio e recursos vinculados ao processo de privatização, portanto, não especialmente sensíveis às taxas de juro doméstica.” (BACEN, 1998). Já a do dia 20 de maio enfatizava “as medidas tomadas produziram o resultado esperado, preservando os ganhos de longo prazo, conquistados pelo plano de estabilização. Contudo, em consequência, apresentaram efeito negativo previsível sobre o ritmo da atividade econômica.” (BACEN, 1998).

No decorrer do ano a situação externa começou a dar sinais de que o cenário já não era tão apaziguador. Mesmo com uma taxa básica de juros em nível elevado, as privatizações ainda eram o principal motivo de ingresso de capitais internacionais. Não é difícil enxergar o relativo incômodo das autoridades monetárias com a constatação de falta de eficiência da taxa básica de juros na atração de capitais estrangeiros. Essa se tornou a principal variável em jogo, tendo em vista sua influência sobre as duas principais resultantes do modelo: a inflação através dos efeitos sob a demanda interna e o balanço de pagamentos, com base na capacidade de atração de novos capitais. Ainda nas palavras de Silva (2002):

[...] déficit em transações correntes só pode ser financiados com superávit na conta de movimentos de capitais, ou seja: pela entrada, a qualquer custo, de capitais externos sob a forma de investimentos diretos (atraídos, inúmeras vezes, por processos de privatizações), de capitais de portfólio (de curto prazo) e/ou pela ampliação da dívida externa via contratação de novos empréstimos junto ao sistema financeiro

internacional. Quando prevalecem fluxos de capitais de curto prazo, as taxas de juros internas precisam ser mantidas em níveis bem mais elevados do que as praticadas no chamado resto do mundo uma vez que devem, necessariamente, embutir não apenas a expectativa de desvalorização da moeda nacional (sobrevalorizada em consequência do modelo acima referido) como, também, o risco associado pelos formadores de opinião que atuam no mercado financeiro do país hospedeiro. (SILVA, 2002, p. 4)

Desse modo, a possível queda na eficácia da taxa básica de juros transformou-se em um dos principais obstáculos à execução da política monetária. O documento de 24 de junho enfatizava ainda a queda da produção industrial em abril, principalmente no setor de bens duráveis, “afetada pelo aumento dos juros e pelos elevados níveis de inadimplência” (BACEN, 1998). Registraram-se também mais um déficit primário, em abril, em valores anualizados, de 0,82% do PIB e a diminuição do ingresso de capitais de curto prazo, com aumento de remessas ao exterior de lucros e dividendos. Porém o destaque, como referido, recaiu sobre o setor externo:

Com relação a grande parte dos países asiáticos, como Coreia, Indonésia, Malásia e Tailândia, verificou-se queda rápida de consumo, aumento de desemprego, número recorde de falências, crise bancária, empresas altamente endividadas, atividades paralisadas por protestos de rua e recessão econômica. Durante o período de 20 de maio a 24 de junho, a situação das economias asiáticas foi novamente o centro das atenções mundiais, em razão da acentuada desvalorização do iene japonês, que os mercados temiam pudesse deflagrar nova onda de desvalorizações competitivas, dessa vez envolvendo o yuan chinês. Pela primeira vez, desde o início da crise asiática, uma alta autoridade do governo chinês (o presidente do BC) admitiu publicamente - no que o mercado identificou como um recado para o Japão e para o restante do G-7 - que o enfraquecimento do iene estava provocando um impacto forte demais sobre a economia chinesa. (BACEN, 1998)

O quadro internacional deteriorou-se no continente asiático. Evidentemente, esse cenário não passou incólume, frente às autoridades monetárias brasileiras. Somava-se ao problema asiático, a instabilidade russa: “O grande foco de instabilidade, em grande parte do período, foi a crise da Rússia. A cada queda da Bolsa russa, que caiu continuamente no período, o diferencial entre as taxas de juros dos papéis dos países emergentes e os títulos do Tesouro norte-americano se alargava.” (BACEN, 1998). Ao que tudo indica, o Copom buscou mostrar credibilidade na defesa da paridade cambial. Nesse contexto, não poderia haver dúvidas de que o colegiado possuía os instrumentos necessários para manter a cotação da moeda doméstica. Em artigo publicado aproximadamente um mês antes da crise cambial, Goldenstein (1998) esboçou o impasse sob o qual se assentava a política monetária brasileira:

Todo o processo depende da manutenção da economia aberta, para garantir o controle da inflação e a fuga de capitais. A manutenção da economia aberta exige, por sua vez, a existência de *moeda forte* para garantir as importações e para impedir ataques especulativos contra a sua moeda, ainda frágil. Para obter *moeda forte* existem dois

caminhos: atrair capitais especulativos por meio de elevadas taxas de juros ou atrair capitais produtivos. (GOLDENSTEIN, 1998, p. 134)

Apenas na ata da reunião de setembro verificou-se uma mudança de tom, com maiores preocupações, diante de um possível ataque especulativo ao real. Nesse momento, a âncora cambial já começava a dar os primeiros sinais de deterioração. Avizinhava-se, assim, o quadro de crise cambial.

### 5.1.1.3 Crise cambial e o Plano Real na berlinda

A ata da reunião do dia 02 de setembro trouxe uma mudança de enfoque nos registros do Copom. A crise asiática e a piora da situação russa atingiram os mercados financeiro e de câmbio do Brasil. Ao analisar esses dois pontos, o documento não deixou dúvidas:

A turbulência externa exerceu efeitos desfavoráveis sobre os mercados financeiros do Brasil. A Bolsa de Valores de São Paulo vem apresentando baixas expressivas e, na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), os contratos futuros de DI e dólar, com vencimentos em outubro e novembro, projetam, desde 20 de agosto, aumento das taxas de juros e da desvalorização cambial, respectivamente. O fluxo cambial também refletiu a instabilidade externa. Em agosto, observou-se uma saída de capitais acima do esperado. (BACEN, 1998)

A situação externa brasileira agravou-se. As medidas adotadas pelo Banco Central na época foram o aumento da atratividade do cupom cambial e a elevação dos títulos públicos com atualização pelo dólar, visando a “garantia de remuneração satisfatória para os investidores não-residentes” (BACEN, 1998). Em outras palavras, tentou-se conter a saída de capitais da economia brasileira. As reservas internacionais caíram no período. O próprio documento enfatizou a queda gradual em seus valores: “As reservas internacionais, no conceito de liquidez, atingiram US\$ 67,3 bilhões no mês de agosto, comparativamente a US\$ 70,3 bilhões no mês anterior. No dia 2 de setembro, considerando-se o câmbio contratado, as reservas internacionais atingem US\$ 60,6 bilhões.” (BACEN, 1998). O cenário pareceu pronto para uma crise cambial. Um ataque especulativo ao real, em um cenário de dependência de capitais de curto prazo, como exposto por Paula e Alves Júnior (1999), surgia como a tempestade perfeita contra a âncora cambial. A ata não se referiu propriamente a um ataque à moeda doméstica, contudo o cenário montado e a preocupação daí advinda apareceram em cada uma de suas linhas. Se antes o contexto exigia certos cuidados, contrastando com as projeções apaziguadoras, agora saem de cena as perspectivas positivas:



Foi observada no período a intensificação do movimento de forte migração de capitais para aplicações de baixo risco e alta liquidez, com destaque para a aquisição de títulos do Tesouro norte-americano (*flight to quality*). Esse movimento, função do recrudescimento da crise financeira, tendo em mente a difícil situação da Rússia, traduziu-se na queda do rendimento do título norte-americano de 30 anos, *long bond*, que foi negociado a 5,7% a.a. (BACEN, 1998)

O texto do dia 04 de março demonstrou de maneira explícita o aumento da percepção de tranquilidade no contexto global. O chamado *flight to quality* perdeu força e os títulos de países de mercado emergente estavam novamente em patamares razoáveis de volatilidade. Quase cinco meses depois o cenário alterou-se drasticamente: novamente corrida para a segurança dos títulos norte-americanos e volatilidade dos títulos da dívida externa dos países da periferia do capitalismo, além do aumento do *spread* frente aos *treasures* dos EUA. Com relação ao cenário interno, a ata ratificou o movimento de queda da inflação e da produção industrial, com centralidade novamente nos bens de capital (4%) e bens de consumo duráveis (4%), impactado pelo setor automobilístico.

Dois aspectos importantes aparecem no documento: primeiro, uma menção ao que se chamou de “indicadores de investimento”, quais sejam, o aumento dos desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (38,44%) e elevação da produtividade da indústria de transformação, medida das vendas reais, frente às horas trabalhadas, em 7,13% e em valores anualizados, 9,17%. Dados sobre produtividade também apareceram na ata da reunião do dia 28 de janeiro e refletem um movimento característico do período analisado (CASTRO, 2001). Já o balanço de pagamentos apresentou déficit acumulado, em valores anualizados, de US\$ 6,7 bilhões até agosto de 1998, com o aumento das receitas com exportações de produtos manufaturados contrabalanceando a queda nos produtos básicos. O comportamento das NFSP registrou déficit novamente, com fluxo mensal, em junho, de R\$ 3,7 bilhões, com déficit primário no ano de 0,08% do PIB. Nesse cenário, ao se discutir as diretrizes da política monetária:

Observou-se que a expressiva elevação do risco de crédito dos países emergentes, evidenciada pelos *spreads* sobre os *bradies* brasileiros, significava a virtual paralisação do mercado internacional de capitais. Analisando-se a sequência dos eventos (as crises do México, da Ásia e da Rússia), podia-se notar as diferentes características de cada crise. No caso mexicano e das primeiras manifestações de crise na Ásia, as crises estavam diretamente relacionadas às dificuldades com a administração de regimes cambiais de pouca flexibilidade. Os problemas russos e a atuação do FMI trouxeram à tona a discussão sobre o risco de crédito. O caso da Malásia, que acolheu rapidamente a sugestão de controle cambial formulada pelo Prof. Paul Krugman, aguçou a percepção de que os países emergentes ofereciam riscos não apenas no tocante a seus regimes cambiais, mas também quanto à disposição de cumprir suas obrigações internacionais. (BACEN, 1998)

Ao citar os problemas com “regimes cambiais de pouca flexibilidade” é pouco provável que não se tenha pensando sobre o caso brasileiro. O que se chamou, no trecho acima, de “dificuldades de administração” eram, de fato, apostas contra as moedas asiáticas e o rublo russo e, conseqüentemente, contra as reservas disponíveis de suas respectivas autoridades monetárias. A preocupação do Copom, dessa forma, pareceu fundamentada: a própria ata relatou a queda, até o dia da reunião, de quase R\$ 10 bilhões nas reservas internacionais no último mês. Em um contexto de uma aposta contra a paridade da moeda doméstica, o país teria condições de sustentar a própria moeda nos patamares estabelecidos pelo plano de estabilização lançado em 1994?

Cabe lembrar artigo de Franco (1999), refutando a sobrevalorização artificial da taxa de câmbio. Para o autor, esse cenário apresentava-se como resultado do novo contexto macroeconômico, sem as regulações impostas pela política de substituição de importações. Combinada com a análise de Mendonça de Barros e Goldenstein (1997), cujo argumento defendia que o aumento no fluxo de investimentos externos ensejaria um novo ciclo de desenvolvimento e na possibilidade de retomada da formação bruta de capital fixo, obtém-se o cerne da crença no qual se alicerçava o Plano Real. Apesar disso, evidenciar-se-ia a sobrevalorização da taxa de câmbio nos meses seguintes. Assim, na busca por credibilidade:

Embora houvesse expectativas de deterioração do cenário internacional, concordou-se que o aprofundamento da crise não seria inexorável, inclusive em função da capacidade de reação do governo brasileiro. A decisão de enfrentar o contágio reforçaria a credibilidade do país repercutindo favoravelmente nos mercados internacionais. (BACEN, 1998)

Não é difícil vislumbrar o modo como se superou esse impasse: um país com déficit sistemático em transações correntes, dependente de capitais de curto prazo ou de privatizações de empresas públicas, tem sua moeda atacada em um ciclo que já englobou parte da Ásia e a Rússia e ainda decide enfrentar o avanço especulativo. De fato, esses eram os três últimos meses do câmbio fixo e do Plano Real como eram conhecidos até então. As opiniões do próprio colegiado alteraram-se no decorrer dos oito dias seguintes.

Nesse sentido, o dia 10 de setembro foi paradigmático. Em uma reunião extraordinária, diretoria, chefes de departamento e assessores debruçaram-se sobre o que consideraram ser um “ataque especulativo contra o Brasil”.

As perdas de reservas no dia registraram US\$ 2,6 bilhões, até às 18:30h, sendo que as contratações de câmbio indicavam saídas líquidas de capitais do país de US\$ 1,6 bilhão até aquela hora. Verificaram-se saídas generalizadas [...] As elevadas saídas de

divisas pelo segmento flutuante, de US\$ 668 milhões, refletiam a insegurança dos investidores. (BACEN, 1998)

Em posicionamento interessante, a ata relata que, em nível internacional, a crise “não apontava para solução [...] no curto prazo” (BACEN, 1998), citando o processo de impeachment contra Bill Clinton, além da paralisia japonesa e europeia. A primeira por problemas bancários e a segunda pela crise russa. No entanto, ao considerar a capacidade de recuperação brasileira, a autoridade monetária defende sua solução no curto prazo, com uma suposta retomada das receitas em transações correntes em 1999:

Para 1999, as perspectivas da economia brasileira, com o desaquecimento da atividade e melhoria dos preços dos produtos primários no mercado externo, eram de recuperação. Mesmo com o aumento das despesas com juros em 99 e maior remessa de lucros e dividendos, resultante do aumento dos investimentos diretos, considerou-se que o país não teria problemas para financiar seus compromissos externos. (BACEN, 1998)

Mais uma vez, evidenciou-se o caráter recessivo do Plano Real. Novamente, contou-se com a queda da absorção interna para o aumento das exportações. Representava-se, assim, a estratégia do Real, por isso, mais do que um plano de estabilização, apresentava-se como um modelo de desenvolvimento de longo prazo da economia brasileira. Enfim, o “quadro de instabilidade foi considerado como um problema de curto prazo, que se estenderia até o primeiro trimestre de 1999, dada a concentração de vencimentos, referentes às captações do primeiro trimestre de 1998” (BACEN, 1998). Decidiu-se, assim, elevarem-se os juros, em um movimento defensivo. Fixou-se a TBC em 19% a.a. e a TBAN em 49,75 a.a.

No dia posterior, 11 de setembro, o país assinou um acordo com o Fundo Monetário Internacional, permitindo saques de até US\$ 41 bilhões, para sustentar a balança de pagamentos e, com isso, conter a fuga de capitais e a perda de reservas. Como contrapartida, o acordo previa a execução de um rigoroso ajuste fiscal, bem como a manutenção da política monetária contracionista e a abertura externa. Iniciou-se, assim, a “longa noite dos superávits primários”, tornando-se a partir do próximo ano, em um dos pilares do tripé macroeconômico.

As atas dos dias 07 de outubro e 11 de novembro adotaram um tom mais ameno, fruto, provavelmente, do referido acordo. Segundo o documento do dia 11 de novembro:

Com a redução das tensões nos mercados internacionais, observou-se o arrefecimento do movimento de migração de capitais para aplicações de baixo risco e alta liquidez (*flight to quality*). Dessa forma, registrou-se no período a elevação dos rendimentos (*yields*) dos títulos do Tesouro norte-americano. Vários fatores colaboraram para a menor instabilidade internacional, entre eles, a aprovação pelo Congresso norte-

americano da liberação de US\$ 18 bilhões do Tesouro norte-americano para o Fundo Monetário Internacional (FMI); a redução de 0,25 ponto percentual nas taxas do banco central dos Estados Unidos, *Federal Reserve (FED)*; as declarações de apoio dos países do G-7 à política econômica brasileira e a vitória dos democratas nas eleições. Ressalte-se que a redução das taxas do *FED* colaborou para diminuição dos diferenciais entre as taxas de juros dos papéis de países emergentes e dos títulos do Tesouro norte-americano (*spreads*) e para o aumento da liquidez desses papéis. (BACEN, 1998)

A própria seção de análise do quadro internacional perdeu volume na reunião de novembro. O cenário exposto mostrava mais estabilidade do câmbio, com a diminuição da saída de divisas e aumento das captações externas. As reservas internacionais também mantiveram níveis relativamente estáveis atingindo, no conceito de liquidez, US\$ 42,4 bilhões no final de outubro. Até o dia 09 de novembro, o montante atingiu US\$ 42 bilhões. Nas diretrizes de política monetária, explicitou-se a expectativa do Copom:

Comentou-se que, além das medidas de política monetária que estavam sendo examinadas, o País contaria, também, para a sua defesa, com a iminente formalização de acordo financeiro internacional e a implementação, no futuro próximo, de pacote fiscal rigoroso a ser aprovado pelo Congresso Nacional. (BACEN, 1998)

Assim como expunha o acordo com o Fundo Monetário Internacional, somava-se agora à política dos juros altos, um ajuste fiscal rigoroso, impactando o nível de atividade. Nesse cenário, longe de ser uma surpresa, os resultados de crescimento em 1998 surgem como frutos diretos da política econômica adotada. O custo de salvamento do Plano Real, somados ao já grande preço que se pagava por sua manutenção, foi praticamente dois anos de crescimento da economia brasileira, tendo em vista que seus impactos afetaram o decorrer de 1999. Praticamente não houve variação do PIB brasileiro em 1998, resultado considerado aquém frente a própria trajetória de longo prazo da economia brasileira<sup>6</sup>.

Mesmo atribuindo o peso da crise internacional, não se pode negar o cunho restritivo das políticas adotadas. O IPCA ainda apresentou queda expressiva em relação ao ano anterior, encerrando o ano com variação de apenas 1,66% (IBGE, [2020?]). Já a taxa de desocupação aumentou substancialmente: os 7,82% de 1997 transformaram-se em 9% em 1998 (IBGE, [2020?]). O rendimento do trabalho também apresentou resultado negativo, atingindo em 1998, R\$ 938 (IBGE, [2020?]). Desse modo, o malogro das variáveis econômicas surgiu como decorrência lógica das políticas do Plano Real. Na próxima seção, aborda-se como o “fim” de um tipo de arranjo econômico, o Real da âncora cambial, deu lugar a outro, mais forte e flexível,

---

<sup>6</sup> À guisa de exemplo, utilizando-se dados disponíveis no Ipeadata, a variação média do Produto Interno Bruto brasileiro de 1980 a 1997 foi de aproximadamente 2,60%.

o Real das metas de inflação. A senha para sua execução e renascimento aconteceu em janeiro de 1999 e chamou-se de maxidesvalorização.

#### *5.1.1.4 Razões para a crise cambial*

Ao longo do período de sua implementação, a âncora cambial tornou-se o principal instrumento no combate à elevação do nível geral de preços. Apesar do intento de desindexação da economia brasileira, foi na âncora cambial que Plano Real encontrou seu baluarte (FERRARI, 2001). Por isso, dada a relevância da paridade do câmbio para o conjunto do modelo que subjaz o real, compreende-se o toque de dramaticidade que o tema suscitava no Copom, levando à realização de reunião extraordinária de 10 de setembro. Nogueira Júnior (1996) sustenta que, provavelmente em decorrência do calendário eleitoral de 1994, a implantação do Plano prosseguiu de maneira acelerada, majorando a importância da abertura comercial para o processo de estabilização. No entanto, há questionamentos sobre uma possível sobrevalorização cambial.

Como já citado, Franco (1999) defende que a posição da taxa de câmbio, após 1994, respondia ao novo cenário macroeconômico, com abertura comercial e livre curso de capitais, sem as distorções provocadas pelo modelo de substituição de importações. Dessa forma, a posição do real encontrava suas razões nos próprios fundamentos construídos a partir de sua implementação. Em relação à ortodoxia econômica, o termo “fundamentos macroeconômicos” possui centralidade explicativa para a crise que se avizinhava em 1998, cujo estopim ocorreu em janeiro de 1999. Dessa forma, trabalhos como Pastore e Pinotti (1999), Schwartzman (1999) e Miranda (1999) enfatizam justamente a deterioração paulatina desses mesmos fundamentos para explicar os motivos pelos quais a posição da moeda brasileira se enfraquece ao longo do período após 1994. Nesse ínterim, o agravamento da situação fiscal e o crescimento da dívida pública destacam-se como linhas explicativas para a crise no câmbio. Já outras contribuições frisam o papel exercido pelo panorama internacional, contaminando a economia brasileira, assim como as expectativas que baseavam a ação dos agentes econômicos.

Esse mesmo tipo de explicação ensejava a visão de que o Plano Real, ao combater a inflação e estabilizar o nível de preços, construiria as bases necessárias para o início de um novo ciclo de desenvolvimento, como exposto anteriormente em Mendonça de Barros e Goldenstein (1997). A tese central do estudo surge como mais um item que viabiliza a hipótese central desta pesquisa, já que considera o Plano Real capaz de influir na trajetória de longo prazo da economia brasileira. Essa premissa surge também no já citado artigo de Franco (1999). A ideia,

em si, que o Real seria capaz de alterar os alicerces macroeconômicos da economia do país, carrega consigo a premissa de que se tratava não apenas de um plano de estabilização, mas de um modelo de desenvolvimento de longo prazo. Apesar disso, o decorrer dos acontecimentos mostrou uma visão não tão otimista, como expõe Bastos (2016):

[...] ao contrário de trazer um novo modelo de crescimento sustentado e duradouro, o Plano Real foi sucedido de ciclos curtos de *stop-go* induzidos por movimentos de política monetária, destinados a defender a apreciação cambial de ataques especulativos; saindo de cada crise, a expansão ulterior da renda era limitada pelo “vazamento” para o exterior dos efeitos multiplicadores e aceleradores do gasto interno, com aumento mais que proporcional das importações; enquanto o déficit de serviços financeiros, resultante do crescente passivo externo, aliado ao déficit com fretes, seguros e viagens internacionais, aumentava o déficit de transações correntes, financiado em parte com um ciclo expansivo de IDEs; sujeito, porém, às reversões abruptas do movimento de capitais que forçavam o Banco Central a defender a taxa de câmbio apreciada [...] (BASTOS, 2016, p. 16)

Em outras palavras, o Plano não apenas não levou a melhora dos chamados “fundamentos macroeconômicos” como demonstrou possuir dinâmica macroeconômica instável, dado principalmente à necessidade de financiamento externo. Diferente do que argumento Franco (1999), a taxa de câmbio não apenas fixa-se em patamares sobrevalorizadas, como é essa própria sobrevalorização que se estabelece como um dos pilares do modelo, tendo em vista seu papel na manutenção do nível geral de preços. Como afirma Bresser-Pereira (2005):

É importante assinalar que a valorização do câmbio tende a se perpetuar até o advento de uma crise de balanço de pagamentos, já que a estratégia de crescimento com poupança externa ou com déficit em conta corrente mantém a pressão da taxa de câmbio para baixo, ou seja, mantém a taxa de câmbio artificialmente valorizada. (BRESSER-PEREIRA, 2005, p. 23)

Ferrari (2001) também enfatiza a tendência do Plano Real ao desequilíbrio macroeconômico, com a sobrevalorização do câmbio atuando como elemento-chave para o controle inflacionário:

Como foi visto na seção anterior, a sobrevalorização da taxa de câmbio, aliada à abertura comercial, fez com que a economia brasileira passasse a apresentar, ano após ano, recorrentes e crescentes desequilíbrios de balanço de pagamento s em transações correntes. Esses, por sua vez, foram financiados pelo ingresso de capital internacional, predominantemente volátil, atraído pela elevada taxa de juros doméstica. A contrapartida da elevação da taxa de juros foi o crescimento tanto do desequilíbrio do setor público quanto da dívida interna líquida, configurando, assim, um a situação de inconsistência macroeconômica de curto prazo. (FERRARI, 2001, p. 18)

Ao tomar o quadro econômico de início de 1998, mesmo sem uma crise internacional, como, de fato, ocorreu, considera-se que era apenas uma questão de tempo para que o desequilíbrio externo pressionasse a cotação do real frente ao dólar. Naquele cenário, nem mesmo a variável de correção, a taxa básica de juros apresentou eficácia suficiente na atração de capitais externos no montante necessário para a manutenção do câmbio fixo. Como afirma Bastos (2016):

O governo não foi capaz de defender-se do ataque especulativo iniciado depois da moratória russa embora não hesitasse em recorrer aos juros altos, preferindo não esperar que as reservas cambiais fossem esgotadas antes de admitir a derrota e deixar a moeda flutuar em janeiro de 1999, a contragosto do presidente do Banco Central (BASTOS, 2016, p. 17)

Por fim, convém retomar uma análise exposta por Bresser-Pereira (2005), em termos de economia política, referente à sobrevalorização cambial. Para o autor, os benefícios de um real valorizado perpassam todos os segmentos populacionais, tendo em vista principalmente os ganhos de poder de compra dada pelo acesso ao mercado externo. Segundo o autor, mesmo os mais pobres enxergaram seus rendimentos aumentados com os impactos de uma maior quantidade de produtos importados sobre a oferta total da economia brasileira e seus reflexos sobre o nível de preços internos:

Por que a taxa de câmbio tende a ser baixa ou valorizada no Brasil? No âmbito da economia política, ou seja, dos interesses, isso ocorre em razão dos interesses de curto prazo de todos os cidadãos nacionais, inclusive os mais pobres, que se expressa em políticas econômicas populistas, mais especificamente no populismo cambial. Os ricos, que medem sua riqueza em dólares, veem-na aumentada sempre que há valorização do câmbio. A população em geral e, particularmente, a classe média, cujo componente de consumo importado é relativamente alto, têm seus salários reais aumentados quando se valoriza o câmbio. Mesmo os mais pobres recebem aumentos reais de salários com a baixa do câmbio e perdem com a desvalorização. (BRESSER-PEREIRA, 2005 p. 19)

Evidentemente, mesmo no cenário em que a sociedade, em geral, se beneficiasse de um maior poder de compra, somente aqueles que Bresser-Pereira (2005) chamou de “ricos” vislumbram-se como prestigiados nas duas pontas. Se, por um lado, tem seu poder de compra elevado com a valorização cambial, por outro, enxergam sua riqueza em dólares aumentada na mesma proporção da respectiva valorização. Dessa forma, por mais que se considere razoável que um real valorizado fosse recebido de maneira alvissareira mesmo entre os mais pobres, parece haver poucas dúvidas que a valorização da moeda doméstica se tornou ainda mais importante para o topo da pirâmide social, como aqueles que possuem investimentos e aplicações financeiras em dólar. Nesse sentido, a taxa de câmbio, por possibilitar ganhos em

dólar para alguns, e reflexos nos preços internos para muitos, ganhou centralidade na economia política do Plano Real.

Acredita-se que, mais de vinte anos após os fatos, há pouca margem para a defesa de que a moeda doméstica não se encontrava sobrevalorizada em 1998. Os resultados da maxidesvalorização em 1999 também não dão vazão para os motivos relacionados ao comportamento dos chamados “fundamentos macroeconômicos”. Dessa forma, a crise cambial, cuja sombra percorre 1998 e atinge 1999, não ocorreu a despeito do Plano Real ou mesmo apesar de seus instrumentos de política econômica. Antes disso, em 1998 emergiu um cenário produzido pelos próprios elementos balizadores do Plano. A crise internacional acelera um processo já em andamento, cujo cerne aparecia na fragilidade sistêmica da macroeconomia do modelo. A vulnerabilidade externa daí advinda, somente seria sanada por um quadro internacional benigno, caso contrário, a possibilidade de ruptura do fluxo de capitais revelaria os impasses por trás do modelo. Como ressalta Bresser-Pereira (2005):

É importante assinalar que a valorização do câmbio tende a se perpetuar até o advento de uma crise de balanço de pagamentos, já que a estratégia de crescimento com poupança externa ou com déficit em conta corrente mantém a pressão da taxa de câmbio para baixo, ou seja, mantém a taxa de câmbio artificialmente valorizada. A crise de balanço de pagamentos, porém, não tarda. A economia brasileira já experimentou uma em 1998, outra em 2002, e, se mantiver a taxa de câmbio nos níveis reais atuais, experimentará outra dentro de algum tempo. (BRESSER-PEREIRA, 2005, p. 23)

Considera-se que esta pesquisa converge para a perspectiva do autor. No entanto, o período decorrido entre os anos de 2002 a 2010 mostrou, talvez, a principal condição de possibilidade para um funcionamento razoável do Plano, com controle sob o nível geral de preços, crescimento em patamares relativamente elevados e inexistência de pressões no balanço de pagamentos: a solução do gargalo externo. Assim o *boom* de *commodities*, fator exógeno ao próprio modelo, ampliou as alternativas possíveis na primeira década do século XXI.

## 5.2 AS ATAS DA ERA DE ARMÍNIO FRAGA: PRIMEIRA PARTE (1999)

Inicia-se nesse ponto a primeira parte das atas do Copom sob a presidência de Armínio Fraga. O economista carioca assumiu em 4 de março de 1999, deixando o cargo apenas ao final do mandato de Fernando Henrique Cardoso, no mês de dezembro de 2002. A primeira parte da investigação se deterá sob os documentos de 1999. Já a segunda, cobrirá o período restante, entre os anos de 2000 a 2002.



### 5.2.1 1999 e o “fim do começo”

Fernando Henrique Cardoso reelegeu-se Presidente da República com relativa facilidade em 1998. Mesmo com a baixa atividade econômica, com o aumento da desocupação<sup>7</sup> e com o ataque especulativo ao real em setembro, Fernando Henrique não teve dificuldades para conquistar um novo mandato presidencial. Em 04 de outubro de 1998, o então presidente obteve 35.936.382 votos frente os 21.475.211 do seu principal opositor, Luís Inácio Lula da Silva, do Partido dos Trabalhadores (PT), ou seja, 53,06%<sup>8</sup> dos votos válidos, garantindo a reeleição ainda em primeiro turno. Repetiu-se, assim, um cenário parecido com o de 1994, momento em que o relativo sucesso do Plano Real em conter a aceleração inflacionária fez com que o pleito se decidisse já na primeira votação.

Nesse contexto, mesmo a crise cambial não foi capaz de impedir a ampliação da coligação em torno de Fernando Henrique Cardoso. Em sua reeleição manteve o acordo com o Partido da Frente Liberal (PFL) e com o Partido Trabalhista Brasileiro (PTB), porém somaram-se agora o então Partido Progressista Brasileiro (PPB) e o Partido Social Democrático (PSD). Já a candidatura de Lula apresentava, além do PT, o Partido Comunista do Brasil (PCdoB), o Partido Comunista Brasileiro (PCB), o Partido Socialista Brasileiro (PSB) e o Partido Democrático Trabalhista (PDT).

Contra as privatizações e desregulamentação das relações entre capital e trabalho, a agenda oposicionista assumia um caráter antineoliberal, criticando, inclusive, o principal instrumento definido pelo Plano Real no combate à inflação, qual seja, a alta na taxa básica de juros. Já Fernando Henrique possuía novamente no plano de estabilização seu principal trunfo, atribuindo as atribulações do decorrer do ano eleitoral ao cenário internacional. Insinuava também a disposição do candidato oposicionista em desvalorizar a moeda brasileira, acabando, com isso, com um dos então pilares da estabilização dos preços (NERI, 1998). Desvalorizar a moeda naquele momento significava, efetivamente, por fim à principal ferramenta utilizada no controle de preços, qual seja, a âncora cambial. Apesar da retórica, havia um pingão de verdade nas palavras do presidente reeleito. Desvalorizou-se, de fato, a moeda doméstica, mas não por

---

<sup>7</sup> Segundo dados do IBGE ([2020?]), o crescimento do PIB em 1998 foi de 0,3% e a taxa de desocupação, de 9%, frente aos 7,82% registrados em 1997. Esses dois dados se mantêm relativamente estáveis em 1999, com o PIB variando em 0,5% e a desocupação chegando 9,65% da população com 10 anos ou mais.

<sup>8</sup> De acordo com informações retiradas do site do Tribunal Superior Eleitoral. Disponível em: <http://www.tse.jus.br/eleicoes/eleicoes-antiores/eleicoes-1998/candidaturas-votacao-e-resultados/resultado-da-eleicao-de-1998>

Lula. Treze dias após o início do segundo mandato, entabulou-se o movimento que ficou conhecido como a maxidesvalorização do Real.

#### *5.2.1.1 Os dois momentos do Plano Real*

Neste trabalho, compreende-se dois momentos na trajetória do Plano Real a partir de 1994: um, chamado de período da âncora cambial, em que a paridade relativamente fixa com o dólar norte-americano funcionou como a sustentáculo na contenção do nível geral de preços; outro, a partir de 1999, iniciado com a desvalorização de janeiro, permitindo-se a flutuação do câmbio. Conseqüentemente, a taxa básica de juros saltou a valores até então inimagináveis na busca da estabilidade cambial e de sustentação do setor externo. Assume-se que há uma mudança qualitativa nesse cenário. Não apenas uma alteração dos mecanismos utilizados no controle de preços ou no arcabouço institucional, tendo em vista que o sistema de metas para a inflação, bem como o tripé macroeconômico, veio na esteira dos eventos de janeiro de 1999. Considera-se que esse é o momento em que ocorre a consolidação do padrão de acumulação institucionalizado pelo Plano.

Nesse sentido, o tripé “amarrou” as duas principais pontas da política econômica: a política monetária, através do sistema de metas, e a fiscal, com a adoção da política de superávit primários. Nesse contexto, o real continuava sendo o real, porém sob novo formato. A taxa básica de juros, antes essencial para a manutenção da âncora, revelava-se agora o subterfúgio de uma moeda valorizada. O Plano Real renascia como fênix sob os escombros de janeiro. Seguiu, assim, trazendo benefícios ao que Bresser-Pereira (2005) chamou de “ricos”, ou os donos do dinheiro, capazes de mantê-lo sob a forma financeira. Em economia política, não há movimentos isolados na área econômica sem que influenciem a política ou, em outras palavras, a economia não atua sozinha, sem mediações.

Portanto, a maxidesvalorização do real em janeiro de 1999 representou o aprofundamento do modelo de acumulação lançado em 1994, sob alicerces financeirizados. Entretanto, nem todos saíram satisfeitos com esse movimento. Um câmbio valorizado por uma alta taxa básica de juros comprometia, evidentemente, a atividade econômica. Empresários e trabalhadores possuíam essa perspectiva. Não é difícil supor as críticas daí advindas. Cresceu, assim, a insatisfação de parcela da burguesia interna e dos trabalhadores em geral com o governo Fernando Henrique Cardoso.

### 5.2.1.2 A maxidesvalorização e a queda de Gustavo Franco

No dia 13 de janeiro de 1999, o então presidente do Banco Central, Gustavo Franco, pediu demissão. Assumiu em seu lugar, após contato do presidente Fernando Henrique Cardoso (SAIBA..., 2000), um dos diretores da instituição, o economista Francisco Lafaiete de Pádua Lopes. Ele tinha a difícil tarefa de coordenar a taxa de câmbio a um novo valor de equilíbrio, controlando, com isso, a fuga de capitais. Nesse ínterim, criou-se uma nova modalidade de controle cambial, o que se chamou na época de banda diagonal endógena (FARHI, 2001), com um intuito de uma desvalorização paulatina, controlada, sem arroubos ou volatilidade que pudessem deteriorar ainda mais o cenário econômico. No entanto, segundo a autora: “[...], a introdução da banda larga ‘diagonal endógena’ levou o mercado futuro de câmbio a atingir os limites de oscilação máxima de preços.” (FARHI, 2001, p. 67)

Nesse sentido, o que deveria ser uma desvalorização em passos lentos, transformou-se em um início de *overshooting* cambial: no mesmo dia, a cotação da moeda brasileira já estava no teto da banda. No dia 15, vendo as reservas internacionais diminuírem drasticamente, o Banco Central comunicou que não mais atuaria no mercado de câmbio e “[...] no dia 18 de janeiro, ao adotar oficialmente a política de câmbio flutuante, o BC suspendeu suas intervenções no mercado de câmbio” (FARHI, 2001, p. 69) No final de janeiro, a cotação da moeda norte-americana encontrava-se em cerca de R\$ 2,00, tendo um pico no princípio de março<sup>9</sup>. Como afirma Ferrari (2001):

A mudança do câmbio, com o era de se esperar, trouxe sérias inconveniências para a economia brasileira. Em primeiro lugar, a mudança de preços relativos fez com que, face ao overshooting, a taxa de câmbio saltasse de R\$ 1,20/US\$ 1,00, n o início de janeiro, para cerca de R\$ 2,10/US\$ 1,00, em março. A consequência do choque cambial foi o crescimento da taxa de inflação: em 1998 o IGP-DVFGV tinha sido de 1,7%, a o passo que e m 1999 ele se elevou par a 19,9%. Segundo a maxidesvalorização cambial forçou o Governo a abandonar o acordo com o FMI. (FERRARI, 2001, p. 17)

No decorrer do processo, Francisco Lopes foi afastado, assumindo aquele que coordenaria a formação do novo modelo de política monetária e, de modo mais abrangente, a

<sup>9</sup> “O fenômeno de alta acentuada da taxa de câmbio perdeu intensidade no decorrer do mês de fevereiro, com parte dos agentes vendendo as divisas anteriormente adquiridas de forma a realizarem seus lucros, antes da posse de Armínio Fraga. Mas a tendência de alta voltou a verificar-se no final do mês. A taxa do último dia útil de fevereiro, que balizou a liquidação financeira dos contratos futuros de câmbio com vencimento em março – no qual o BC também tinha um grande volume de contratos vendidos –, atingiu R\$ 2,0648, uma desvalorização de 70% em relação à taxa de 12 de janeiro. A taxa de câmbio que serviu para a liquidação do contrato de março, apurada em 26 de fevereiro, foi a mais alta do período.” (FARHI, 2001, p. 71)

própria política econômica: o economista Armínio Fraga. Graduado pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), Fraga atuava no período como diretor-gerente do *Soros Fund Managment*, do investidor George Soros<sup>10</sup>, naquele momento um dos homens mais ricos do mundo e mundialmente famoso por ter apostado contra a libra esterlina em 1992, causando graves problemas ao Banco da Inglaterra. O fundo de Soros era conhecido então conhecido por movimentos especulativos em países periféricos, destacando aplicações em *hedge funds*. Nesse contexto, Fraga deixou sua posição para assumir o Banco Central, objetivando novamente estabilizar o câmbio. Teve início aí uma alta vertiginosa da taxa básica de juros, com o intuito de conter a saída de capitais.

### 5.2.1.3 *No meio da tempestade: ata de 18 de janeiro*

Francisco Lopes participou, como presidente, de apenas uma reunião do Copom, na data citada no título da seção. Destacou-se nesse encontro, a queda no IPC-FIPE (1,79%) em 1998, bem como as elevações do INPC (2,49%) e IGP-DI (1,70%), a diminuição da produção industrial em novembro (0,5%), sobressaindo-se o segmento de bens de capital (7%) e a variação negativa acumulada até outubro de 1998 do rendimento médio reais das pessoas ocupadas (0,4%). Estimou-se ainda variação no Produto Interno Bruto de 0,4%. Segundo dados do IBGE ([2020?]), a previsão quase se confirmou, verificou-se o crescimento na ordem de 0,3%, 0,1% abaixo do estimado. Quanto ao setor externo, citou-se o déficit na balança comercial de US\$ 182 milhões, até a data da reunião, além do aumento das saídas líquidas do país, com ênfase para capitais de curto prazo. As reservas internacionais apresentavam em 19 de janeiro, um volume de US\$ 36,7 bilhões em liquidez internacional e US\$ 35,9 bilhões, no conceito de caixa. Nesse contexto, na seção sobre as diretrizes de política monetária, o colegiado observou:

Em síntese, observou-se uma evolução aceitável na taxa de câmbio, em face do grau de incerteza reinante entre os agentes econômicos por causa das duas mudanças consecutivas na política cambial. No segundo dia sem intervenção no mercado de câmbio, não há indícios de *overshooting* nas suas cotações e a maioria dos participantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN) não aparenta ter sofrido danos significativos. Entretanto, poderia haver problemas futuros no que diz respeito ao aumento da inadimplência, pois parte do segmento produtivo não teria condições de honrar seus compromissos atrelados à variação da taxa de câmbio caso não tenham efetuado operações de *hedge*. (BACEN, 1999)

---

<sup>10</sup> Informações retiradas do site da Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/fraga-arminio>

De fato, a desvalorização causou alguns estragos no sistema bancário brasileiro, como nos casos dos bancos Marka e FontCindam, que haviam apostado na estabilidade do real e, por isso, possuíam posições alavancadas de venda no mercado futuro de dólar<sup>11</sup>. Esses casos levantariam suspeitas em relação à atuação do Banco Central e a efetiva necessidade de aporte para essas instituições<sup>12</sup>. Além disso, existia a preocupação esboçada na ata, com a área fiscal em um cenário de aumento da taxa básica de juros. Novamente, expressou-se a ligação umbilical entre juros e política fiscal. Mudanças nesse quadro também vieram na esteira da desvalorização:

Admitiu-se a possibilidade de estabelecer uma regra pela qual a taxa de juros reagiria ao movimento da taxa de câmbio. Manifestada preocupação com a questão fiscal em função da manutenção por um tempo prolongado de nível de taxa de juros elevado, ponderou-se que a flutuação cambial poderá permitir queda da taxa de juros, o que por sua vez reduziria pressões sobre o déficit fiscal. (BACEN, 1999)

Com isso, decidiu-se fixar a TBC em 25% a.a. e a TBAN em 41% a.a., ou seja, optou-se pela elevação dos juros. Começava aí sua trajetória ascendente.

#### *5.2.1.4 Surge a SELIC: atas de 04 de março e 14 de abril*

Além da primeira reunião de Armínio Fraga depois que assumiu a presidência do BC, expediu-se também, pelo Banco Central, a circular nº 2868, alterando as regras na condução da política monetária. Tinha início efetivo o regime de metas para a inflação. A partir daí, desfez-se a paridade fixa do câmbio como âncora para o nível de preços internos e a coordenação das expectativas dos agentes econômicos ocorreria, basicamente, pelo comportamento da taxa básica de juros.

---

<sup>11</sup> “A dificuldade para operar e reverter posições na BM&F constituiu o pano de fundo para as rumorosas operações do Banco Central com o Banco Marka e o Banco FonteCindam e os fundos de investimento por eles administrados. Essas instituições financeiras detinham elevadas posições vendidas nos derivativos de câmbio. O presidente do Banco Central, Armínio Fraga, afirmou à CPI dos Bancos que a aposta do Banco Marka na manutenção da política cambial representava 20 vezes seu patrimônio líquido.<sup>13</sup> Assim, embora o porte do banco fosse pequeno, sua participação no mercado mais sensível do momento, o de derivativos de câmbio, era elevada. As operações da autoridade monetária consistiram na venda de 16.350 contratos de dólar comercial futuro ao Banco Marka S.A. e de 7.900 contratos de dólar comercial futuro ao Banco FonteCindam S.A. (FARHI, 2001, p. 67)

<sup>12</sup> Em entrevista ao jornal Valor Econômico, de julho de 2005, o então presidente do Banco Central, Francisco Lopes, afirmou: “A decisão de socorrer os bancos foi tomada no dia em que o BC anunciou a saída do câmbio fixo para uma banda diagonal endógena. O BC vendeu dólares ao Marka pelo piso da banda, a um preço suficiente para que o banco liquidasse suas posições na BM&F e saísse do mercado com o patrimônio zerado. [...] Para o Fonte, o BC vendeu dólares, tal como tinha feito ao Marka, mas o fez pelo teto da banda.” (DO BANCO..., 2005)

A ata também ganhou relevância pela instituição do que se chamou de viés, ou seja, instrumento que indicava a tendência de queda ou de alta da taxa SELIC. Nesse sentido, o art. 2º fixa “como instrumentos de política monetária, meta para a Taxa SELIC e seu eventual viés”. O documento define ainda a “Taxa SELIC como a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) para títulos federais” (BACEN,1999a) e que o “viés será expresso como elevação ou redução potenciais da meta para a Taxa SELIC.” (BACEN,1999a)

As alterações eram substanciais, o sistema de metas propunha uma nova regulação no componente expectacional do nível geral de preços, ancorando-os agora na credibilidade do Banco Central em usar as ferramentas consideradas necessárias para a convergência da inflação para a meta especificada. O nível da taxa básica de juros tornou-se a variável-chave, regulando o mercado interbancário, a remuneração de parte dos títulos do governo, além de impactar a taxa de câmbio, conforme expõe Carneiro (2007):

Pode-se afirmar que esses regimes apesar de terem conduzido a estabilidade de preços o fizeram sem eliminar a instabilidade macroeconômica. Esta última se traduziu em altas taxas de juros e patamar inadequado da taxa de câmbio, além de intensa volatilidade de ambas, ocasionando uma exacerbação da preferência pelas formas líquidas de riqueza em detrimento do investimento instrumental, além de uma distorção de preços relativos discriminando os investimentos no setor industrial produtor de bens comercializáveis. (CARNEIRO, 2007, p. 60)

Para o autor, o câmbio permanece na condição de âncora implícita no combate à aceleração inflacionária. Se antes do regime de metas realçava-se sua função através do estabelecimento de uma paridade fixa, após a adoção do novo sistema, sua importância no controle de preços internos aparecia como reflexo do nível da taxa básica de juros.

Outro aspecto decisivo do regime de política econômica foi a política cambial, cujo resultado tem sido uma taxa de câmbio do real – com o dólar e com as demais divisas – excessivamente variável e com tendência a apreciação. O uso deliberado da taxa de câmbio como âncora dos preços internos, tanto de uma forma explícita como em 1994-1998, como de forma implícita em 2004-2006, constitui uma das razões para esta trajetória. Esse perfil, de flutuação e patamar de taxa de câmbio embora tenha pouca influência na dinâmica dos setores – produção e investimento – nos quais o Brasil tem vantagens comparativas absolutas, é crucial para o desempenho das exportações de manufaturados de maior intensidade tecnológica e também para a atração de investimentos. (CARNEIRO, 2007, p. 62)

A fixação da taxa básica de juros, em um só tempo, possibilitava regular o nível de atividade, influir na atração de capitais externos, bem como no comportamento do câmbio. Somando-se aos superávits primários, instituíram as bases do chamado tripé macroeconômico.

Assim, tornaram-se pilares da estabilidade de preços e da forma que assumiu o controle dessa variável no Brasil. A ata da reunião do dia, desvendava o enigma fiscal do período:

Dado o atual cenário, percebe-se como fatores determinantes a austeridade da política fiscal e o aporte de crédito externo. Dessa forma, relativamente à gestão das contas públicas, observaram-se os esforços para o ajuste fiscal, com destaque para o nível excepcional de arrecadação e os cortes de despesas. Dadas as expectativas de trajetória ascendente da inflação, o nível atual da taxa de juros foi considerado abaixo do desejado. Ponderou-se, também, que a volatilidade da taxa de câmbio exigia a atuação da autoridade monetária. (BACEN, 1999)

O documento ainda mencionou a elevação nos índices de preços e a influência da desvalorização cambial nesse caso: “A evolução dos preços dos produtos comercializáveis em fevereiro refletiu parcialmente a desvalorização cambial, principalmente os derivados de trigo e carne bovina.” (BACEN, 1999), além da queda na produção industrial, com destaque para a produção de bens duráveis. No setor público houve superávit primário de 0,08% do PIB e déficit de 7,84% no conceito nominal. Quanto ao câmbio, diferentemente da ata anterior, a do dia 04 de março admitia a existência de um *overshooting*<sup>13</sup>, bem como a expectativa de estabilização em um nível menor que o apresentado no período:

Espera-se que a sobrevalorização, expresso pela desvalorização de 67,61% (em termos reais, considerando-se o IPC-Fipe como deflator) seja revertido nos próximos meses, uma vez que a apreciação estimada para a taxa de câmbio, segundo os analistas de mercado, situa-se bem abaixo da verificada. Nesse sentido, dados o nível residual de indexação da economia e o ritmo de atividade abaixo da capacidade instalada, a reversão da sobrevalorização real tende a ocorrer por meio de apreciação do câmbio, e não pelo recrudescimento das taxas inflacionárias.” (BACEN, 1999)

No entanto, considera-se como sua parte mais relevante justamente seu final. Após as diretrizes de política monetária, havia ainda uma nova seção, chamada de “Nota Explicativa da Decisão do BACEN de 04/03/99”. Ali existia um pequeno resumo das justificativas da decisão do colegiado. No caso do dia em questão, decidiu-se fixar a SELIC em 45% a.a., com viés de baixa. Nesse sentido, as notas explicativas eram taxativas quanto à tônica do comitê:

- O objetivo primeiro do Banco Central é o de manutenção da estabilidade dos preços.
- Em regime de câmbio flutuante não se pode controlar a taxa de inflação diretamente pela intervenção na taxa de câmbio, uma vez que o valor do dólar é determinado pelo mercado.

<sup>13</sup> “Desde a implementação da nova política cambial, caracterizada pela flutuação da taxa de câmbio, em meados de janeiro, observou-se a sobrevalorização (*overshooting*) da moeda doméstica. Entre 12 de janeiro e 3 de março, a taxa de câmbio elevou-se de 1,2114 R\$/US\$ para 2,1647 R\$/US\$.”(BACEN, 1999)

- A estabilidade dos preços em regime de câmbio flutuante é garantida pela austeridade fiscal sustentada e por um sistema de austeridade monetária compatível com a política fiscal.
- Como no curto prazo a política fiscal está dada, o instrumento efetivo para controle das pressões inflacionárias é de natureza monetária, ou seja, a taxa de juros.
- Contudo, se houver evidência de que está ocorrendo forte contração da economia, as pressões inflacionárias futuras tendem a ser de magnitude menor. (BACEN, 1999)

O texto revelava que todo aumento no nível geral de preços era tratado como inflação de demanda, cujo principal instrumento de combate residia no comportamento da taxa básica de juros. Destacou também o que chamou de “austeridade fiscal sustentada”, termo que somente pode ser compreendido como a adoção de uma política fiscal restritiva de forma permanente. Nesse sentido, a política fiscal contribuiria para a estabilidade de preços, corrigindo pressões de demanda e atuando de maneira restritiva. As preocupações com a área fiscal, apresentadas em 1998, corrigem-se através dos chamados superávits primários, um dos elementos formadores do tripé. Em essência, a estratégia do Banco Central passou por um acompanhamento mais fino e articulado entre a área fiscal e a monetária, fazendo com que atuassem de modo conjunto e combinado. O texto deixou implícita a subordinação da política fiscal ao objetivo de estabilidade de preços, ampliando a margem de ação possível para o controle do processo inflacionário.

A ata do dia 14 de abril de 1999 enfatizou a redução do Índice de Preços por Atacado Oferta Global (IPA-OG), indicando como “reflexo do esgotamento dos ajustes provocados pela desvalorização cambial” (BACEN, 1999). Houve queda também da produção industrial, afetada principalmente pelo setor de bens duráveis (6,9%) e bens de capital (4,1%). Já a Dívida Líquida do Setor Público alcançou, em janeiro, 51,8% do Produto Interno Bruto. Contudo, segundo o próprio texto:

No primeiro bimestre do ano, a dívida líquida do setor público apresentou crescimento de 9,3 pontos percentuais em relação ao PIB, devido, principalmente, à variação de 71% observada na taxa de câmbio. Conseqüentemente, a dívida interna indexada ao câmbio e a dívida externa registraram variação dessa mesma magnitude, entretanto, a tendência de valorização cambial observada já no mês de março deverá levar à reversão do processo de crescimento da dívida, contribuindo para a redução significativa da relação dívida/PIB. (BACEN, 1999)

De acordo com dados do Banco Central, a Dívida Líquida do Setor Público encerrou o ano de 1999 em 48,6% do Produto Interno Bruto, no entanto, somente após duas elevações substanciais em 1998 e 1999. Esse mesmo dado, em 1997, alcançou o patamar de 34,35% do PIB, muito abaixo do verificado dois anos depois, fruto da crise cambial de 1998 e da



desvalorização do ano seguinte. Apesar disso, a desvalorização impactou positivamente em transações correntes, reduzindo o déficit em 12% no trimestre, devido a queda no déficit comercial. Já a balança de serviços “apresentou elevação de 8,2% devido às remessas de lucros e dividendos e ao aumento das despesas com juros, consequência do endividamento ocorrido em 1997 e 1998” (BACEN, 1999).

Em relação ao ambiente externo, destacou-se a manutenção da trajetória de crescimento da economia norte-americana, os baixos índices de inflação da zona do Euro e o corte de juros promovidos pelo Banco Central Europeu, devido à deterioração da atividade econômica. Já referente às reservas internacionais “[...] pelo conceito de caixa, em 13 de abril, se encontravam US\$ 43,4 bilhões e US\$44,2 bilhões pelo conceito de liquidez internacional. O reforço adicional das reservas se deu, basicamente, pelo ingresso do Banco Mundial, de US\$1 bilhão e de US\$9,8 bilhões do Fundo Monetário Internacional” (BACEN, 1999) Ao final, na definição das diretrizes da política monetária:

[...] a reorientação da política monetária, adotada na última reunião do Comitê, com a extinção da banda de flutuação da taxa de juros (TBC e TBAN) e a introdução da meta para a Taxa SELIC e o seu eventual viés, como instrumentos de política monetária, vem-se mostrando eficaz. O ganho em termos de flexibilidade pode ser verificado pela utilização do viés de redução por duas vezes no período, dada a evolução favorável de indicadores relevantes no curto prazo. (BACEN, 1999)

Concernente aos impactos da desvalorização cambial, a ata emitiu um sinal otimista do Copom:

As contas externas registraram os impactos positivos da desvalorização cambial sobre o balanço de serviços e a manutenção dos ingressos de investimentos estrangeiros diretos, o que favorece a redução de pressões inflacionárias de origem cambial. A evolução positiva da conjuntura interna e a estabilidade do cenário externo favorecem a decisão de manter-se o movimento descendente das taxas de juros, com vistas principalmente a ajustar a taxa nominal à reversão da trajetória de preços. Foi proposta a manutenção da distensão gradual da política monetária. (BACEN, 1999)

Decidiu-se, assim, reduzir a meta da SELIC para 34% a.a., com viés de redução. O otimismo do documento não pareceu exagerado ou desprovido de razão. De fato, a crise internacional dava sinais de arrefecimento, com a manutenção da trajetória de crescimento da economia dos Estados Unidos. Somava-se a isso, o impulso para uma retomada da economia brasileira através de exportações, tendo em vista um cenário de manutenção do real desvalorizado, impactando o setor industrial. Dessa forma, pode-se adiantar que, após as mudanças apresentadas no ano de 1999, o ano de 2000 registrou um quadro mais favorável com uma retomada do crescimento em níveis um pouco mais altos. No entanto, o “apagão” do ano

de 2001 interrompeu esse ciclo ascendente da atividade econômica, fruto do racionamento de energia elétrica tanto pelos cidadãos quanto pelas empresas.

#### 5.2.1.5 *Diminuição paulatina da SELIC: trechos de abril a dezembro*

A partir de março e abril, as atas das reuniões de 1999 indicaram queda gradual da meta da taxa SELIC, devido principalmente à inexistência de pressões inflacionárias internas, a relativa estabilidade do cenário externo e a melhoria dos dados referentes ao balanço de pagamentos. A ata do dia 19 de maio afirmou:

As expectativas de trajetória de inflação dos agentes de mercado apresentavam pouca dispersão, indicando formação do consenso de que a tendência decrescente era consistente. O ajuste fiscal apresentava evolução favorável e o Governo Federal sinalizava ter consciência e disposição para atuar sobre os pontos de maior vulnerabilidade. (BACEN, 1999)

Decidiu-se nesse momento reduzir a SELIC para 23,5% a.a. Já a do dia 01º de setembro iniciou com o segundo parágrafo:

Os principais indicadores de demanda não mostraram mudanças significativas dos patamares do consumo e do investimento doméstico nos últimos meses. Portanto, os sinais de retomada ainda são tênues. O quadro geral desenhado pelos dados disponíveis é de recuperação na margem, mas com taxas acumuladas ainda negativas. (BACEN, 1999)

A retomada, como afirmado anteriormente, surgiu com mais força a partir do ano 2000. A ata ainda citou a deterioração dos termos de troca do comércio exterior e o aumento da produtividade do trabalho, em uma argumentação da inexistência de pressões mais fortes sobre os preços internos. O documento do dia 06 de outubro assumiu tom ainda mais enfático, indicando que “os indicadores de demanda agregada continuam mostrando cenário de estabilidade, contribuindo para a inexistência de pressões significativas sobre o nível de preços. As exportações vêm se recuperando gradualmente.” (BACEN, 1999) Além disso, houve uma nova afirmação de que “a evolução do custo unitário do trabalho e da produtividade indicam ausência de pressões decorrentes do custo de mão de obra sobre a trajetória de preços.” (BACEN, 1999)

Contudo, apesar das constantes afirmações sobre a inexistência de pressões sobre a demanda, apenas no documento do dia 10 de novembro vislumbrou-se perspectivas de uma retomada da atividade econômica. A despeito de certa preocupação com a elevação dos preços

administrados e da carne, o documento frisou a melhora nas expectativas dos agentes econômicos, bem como a relativa estabilidade no mercado de câmbio. Mesmo assim, o comitê decidiu manter a SELIC em 19% ao ano, sem viés. Segundo o texto:

Essa atitude cautelosa se justifica pela necessidade de: (1) confirmar o diagnóstico de que a elevação recente da inflação ao consumidor deve-se a fatores específicos e transitórios (como carne, álcool, automóveis, e câmbio), sem configurar o início de um processo generalizado de ajustes de preços, e (2) balizar a formação de expectativas de inflação da sociedade em resposta a essas novas informações deixando claro que o Banco Central não permitirá que choques de oferta persistentes levem a um aumento na taxa de inflação. (BACEN, 1999)

Registrou-se decisão similar na reunião do mês seguinte, 15 de dezembro. Assim como o encontro de novembro, a ata de dezembro expôs novamente a reversão de cenário no ambiente econômico no final de 1999, apresentando um princípio de aumento do nível de atividade econômica. Dessa forma, salientou a expansão do crédito e os sinais de retomada do comércio como indicadores que sinalizavam um crescimento mais forte. Destacou ainda o crescimento sustentado da economia norte-americana e novamente a preocupação com a elevação dos preços administrados. Por fim, na última seção, menos otimista do que a do documento anterior, enfatizou-se a importância da política fiscal para a manutenção da estabilidade do nível geral de preços. Mantida taxa de 19% ao ano.

## 6 A GERAÇÃO DO REAL

O título deste capítulo refere-se a um termo utilizado pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso em seu discurso de posse para o segundo mandato. A frase completa, proferida na Câmara dos Deputados em 1º de janeiro de 1999, abria espaço para a esperança: “Essas mudanças dão a confiança de que a geração do Real será diferente. Nossos filhos terão mais e melhores oportunidades na vida” (BRASIL,1999). A mensagem elencava as “conquistas” do primeiro mandato, a necessidade de sua manutenção, mostrando-as como condições necessárias, pano de fundo para os passos do futuro. Fernando Henrique Cardoso defendia aqui o que considerava as virtudes de seus primeiros quatro anos. A verdade é que nem todos concordavam com suas palavras, muito menos com seu otimismo.

Quase um mês após a recondução de Fernando Henrique Cardoso à Presidência da República, o presidente da Confederação Nacional da Indústria (CNI), senador Fernando Bezerra, criticou o ajuste fiscal efetivado pelo governo. Em reportagem do Jornal do Brasil, afirmou que “o ajuste fiscal chegou ao limite”. “Segundo ele [o presidente da CNI], o governo deve deixar de lado ações de puro efeito publicitário e partir para iniciativas que garantam resultados práticos, como a reforma tributária, entre outras medidas” (CNI..., 1999). Estas não eram palavras isoladas. Em reportagem anterior, do dia 05 de janeiro, o jornal Folha de São Paulo relatou a ausência de empresários na posse do novo ministro do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, Celso Lafer:

Os dirigentes de federações do Rio de Janeiro e Minas Gerais também faltaram, assim como os principais empresários do país, frustrados com o resultado do ministério, que seria criado para atender a um desejo deles. Os empresários pressionavam o governo por um contraponto à política econômica. (EMPRESÁRIOS..., 1999)

De acordo com pesquisa realizada para esse trabalho, a reação não surgiu apenas com o alvorecer do ano de 1999. À guisa de exemplo, em 18 de dezembro de 1998, o jornal O Globo noticiou o descontentamento do presidente da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), Horácio Lafer Piva, com o nível da taxa básica de juros alcançado naquele momento:

Na avaliação do presidente da Fiesp, o Copom poderia ter reduzido os juros a um patamar menor sem comprometer o fluxo de capitais no país. - A queda dos juros foi muito pequena. A crise do Brasil é de credibilidade, não de preço. Poderíamos reduzir mais os juros que não teríamos uma debandada de investimentos estrangeiros do país, pois as remunerações conseguidas aqui ainda são bem atraentes se comparadas mundialmente – afirmou. (MAGELLA; OLIVEIRA; MORETZ, 1998)

A notícia informava sobre a aproximação da Fiesp com entidades sindicais, como a Força Sindical e a Central Única dos Trabalhadores (CUT). O movimento teria como objetivo a elaboração do “Pacto pela Produção e pelo Emprego”, com propostas de “maior redução nas taxas de juros, agilidade na aprovação das reformas constitucionais e uma redução de impostos, capazes de reativar a economia” (MAGELLA; OLIVEIRA; MORETZ, 1998). Apesar de convidada, a CUT não participou desse encontro.

Na mesma data, em reportagem do jornal Tribuna da Imprensa, lia-se que “Horário Lafer Piva [presidente da Fiesp], admitiu ontem que ‘vários membros’ da entidade defendem a queda do ministro da Fazenda, Pedro Malan, e do presidente do Banco Central, Gustavo Franco. Ele ressaltou, porém, que a Fiesp não encampa essa posição de seus dirigentes.” (PIVA..., 1998). Em outras palavras, a política econômica do governo e, especificamente, sua política monetária estavam longe da unanimidade entre a própria classe capitalista. Tornaram-se frequentes críticas de empresários durante todo o primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso e, principalmente, em seu final. O cerne do descontentamento residia no nível da taxa básica de juros e no foco do governo na estabilização em detrimento do desenvolvimento econômico. Como afirmou reportagem do O Estado de São Paulo, de 16 de dezembro de 1998, sobre o documento “Competitividade e Crescimento: Agenda da Indústria”:

O País precisa de uma política de desenvolvimento econômico que avance além da atual política monetária”, acrescentou o presidente da CNI, Fernando Bezerra. As propostas são centradas na garantia de competitividade do setor produtivo brasileiro e no incremento da exportação. Mas o documento defende as reformas política e do Judiciário, sob o argumento de que “os investidores também têm necessidade de estabilidade política e estabilidade nas regras jurídicas (CNI..., 1998).

Constata-se que o contraponto à política econômica do governo ia além da crítica à taxa básica de juros, perpassando pela defesa de uma política industrial e das chamadas “reformas”, citando-se, geralmente, a tributária, como no texto do Jornal do Brasil. Em síntese: a indústria solicitava suporte governamental para a produção, capaz de, com a redução de juros, reativarem o lado real da economia. Ao que tudo indicava, ao menos para parte dos industriais e entidades representativas, ainda não estava evidente o caráter recessivo do Plano Real. Na visão que se depreende de suas falas, não havia crescimento econômico devido às altas taxas de juros, quase como um efeito secundário e indesejado da política de controle de preços.

Verifica-se nas atas justamente o contrário: a baixa atividade econômica aparecia em si como o elemento central na contenção da demanda interna e, com isso, dos preços internos. Criticar o baixo crescimento causado pelo nível elevado da SELIC era criticar a própria essência

do Plano Real. Nesse contexto, não deixa de parecer ingênuo os apelos da Fiesp e CNI. Seu quinhão estava minguando e parecia não haver interesse dos beneficiários da então política econômica em dividir benesses. A política monetária encontrava-se nas mãos de um representante legítimo das finanças, a ortodoxia econômica desfrutava de espaço sem igual na equipe econômica e não se constatava o menor sinal de disputa no interior do governo referente aos rumos da política econômica. Tanto Pedro Malan, quanto Armínio Fraga e mesmo Gustavo Franco, eram legítimos representantes do Departamento de Economia da PUC-RJ, atualmente conhecido centro da ortodoxia econômica brasileira (BASTOS; MELO NETO, 2014). Além disso, a perda de protagonismo do ministério do Planejamento surgia como mais uma evidência de que a voz da indústria encontrava pouco eco no interior do governo.

Em termos de economia política, considera-se que a falta de sintonia frente aos apelos de parte dos industriais respondia a certa dinâmica de classes e frações de classes. A construção de um ministério, os movimentos da opinião pública, falas e reportagens na mídia, todos esses fatores pertencem ao universo do político. Nesse sentido, a falta de interlocutores junto ao governo, a praticamente inexistente representatividade nos ministérios, os sinais de descontentamento na mídia, compunham um quadro de insatisfação de parte da classe capitalista em relação ao seu naco de poder a partir do Plano Real. Não são sinais superficiais e efêmeros, mas a realidade brindar com o cotidiano sua existência.

Portanto, observa-se o descontentamento de parte da burguesia interna com os rumos tomados pela política econômica do governo Fernando Henrique Cardoso. Constata-se que a visão sobre a política econômica implementada pelo governo dividia os detentores de capital, verificando-se uma espécie de afastamento entre duas frações de classe: o capital financeiro nacional e ramos da burguesia interna, como, por exemplo, o setor industrial. Se a primeira se enxergava na própria política econômica, defendendo a primazia da estabilidade de preços frente ao crescimento econômico, a segunda não possuía tanta convicção nessa premissa.

Apesar de, como evidenciou a reportagem da Tribuna da Imprensa, não existir uma defesa pública da saída dos principais quadros que compunham a equipe econômica, os economistas Pedro Malan, Gustavo Franco e, posteriormente Armínio Fraga, sofriam pesadas críticas dessa fração do capital. Esse cenário ganhava corpo nas entidades representativas de cada classe e fração de classe: se por um lado a Fiesp fazia a defesa dos interesses dos industriais paulistas, a Febraban detinha-se sobre a pauta do setor financeiro. Se Banco Central e Ministério da Fazenda estavam sob os auspícios do segundo, quem estaria pelos primeiros?

Há na matéria citada do jornal Folha de São Paulo, dia 05 de janeiro de 1999, sobre a posse de Celso Lafer no ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, ou seja, ao

menos em tese, um espaço para debates sobre a pauta industrial, tornou-se nítida a falta de interlocução dessa fração do capital com o governo federal. Celso Lafer não era industrial, nem empresário. Foi ministro das Relações Exteriores em 1992, na presidência de Fernando Collor de Mello e nos últimos anos do governo do próprio Fernando Henrique Cardoso, em 2001 e 2002<sup>1</sup>. Não possuía intimidade com pautas ligadas ao desenvolvimento econômico. Segundo a reportagem, em sua posse ainda afirmou, caso houvesse alguma dúvida de qual política seguiria:

Sobre a função de sua pasta, Lafer disse: “Obedecerá, num diálogo constante, a uma lógica de complementaridade e não a um impulso de contradição com a política econômica do governo, conduzida pelo Ministério da Fazenda e voltada para a estabilidade e a consolidação do real.” (EMPRESÁRIOS..., 1999)

Com essa fala, não existiam motivos para a presença de industriais na posse. Em compensação, Pedro Malan estava lá (EMPRESÁRIOS..., 1999), avalizando as palavras do novo ministro, em consonância com as diretrizes do Banco Central e do Ministério da Fazenda.

## 6.1 EQUIPE ECONÔMICA: MINISTROS, MINISTÉRIOS E BANCO CENTRAL

Com relação à “dança” dos ministérios, são importantes algumas ponderações. Pedro Malan manteve-se frente à pasta da Fazenda durante os dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso. Iniciou em 1º de janeiro de 1995, no lugar de Ciro Gomes, encerrando sua gestão em 31 de dezembro de 2002<sup>2</sup>. Dadas as alterações realizadas em outros ministérios que compunham a equipe econômica, pode-se considerar Pedro Malan como um dos principais articuladores da política econômica do governo, planejando sua execução e emprestando-lhe credibilidade.

Destino diferente teve o ministério do Planejamento. Apesar de iniciar em 1º de janeiro de 1995 com a alteração de seu status, passando de secretária ligada à Presidência da República para ministério<sup>3</sup>, sofreu progressiva perda de espaço no interior do governo. O ministro era José

<sup>1</sup> Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/lafer-celso>.

<sup>2</sup> Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/pedro-sampaio-malan>

<sup>3</sup> “Essa posição foi substituída, em 1990, no Governo Fernando Collor de Mello, pelo Ministério da Economia. A SEPLAN foi então extinta e reduzida à condição de Secretaria Nacional, subordinada ao Ministério recém-criado, ocupado por Zélia Cardoso de Mello. Após o impeachment do presidente, e a assunção de seu vice, Itamar Franco, foi criada, por meio da Lei nº 8.490, de 19 de novembro de 1992, a Secretaria de Planejamento, Orçamento e Coordenação, com status de Ministério, ligada à Presidência da República. Em 1995, com a reforma administrativa realizada pelo governo Fernando Henrique Cardoso, a SEPLAN foi transformada no Ministério do Planejamento e Orçamento (MPO) e, em 1º de janeiro de 1999, no segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, com a modificação feita pela Medida Provisória nº 1.795, o MPO passou a se chamar Ministério do Orçamento e Gestão (MOG). Em 30 de julho de 1999, com a Medida Provisória nº 1.911-8, o MOG recebeu o nome de Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão

Serra<sup>4</sup>, economista e político filiado ao PSDB, considerado na época da ala desenvolvimentista do partido. Porém, Serra exonerou-se em 30 de abril de 1996, assumindo em seu lugar, Antônio Kandir<sup>5</sup>, famoso pela criação da chamada Lei Kandir<sup>6</sup>, que regulamentou o ICMS. Também ligado ao PSDB, Kandir manteve-se à frente do Planejamento de 04 de junho de 1996 a 30 de março de 1998.

No ano posterior, a pasta foi comandada por Paulo de Tarso Almeida Paiva<sup>7</sup>, saindo apenas em 30 de março de 1999 para a entrada de Pedro Parente<sup>8</sup>. Este ainda deu lugar a Martus Tavares<sup>9</sup>, que se manteve no cargo até o ano de 2002. Serra, já em 1995, era um dos principais quadros do Partido da Social Democracia Brasileira e sua saída, com posterior entrada de Kandir, demonstrou a perda de importância da pasta. Esse movimento prosseguiu durante todo o governo, intensificando-se a partir da adoção do regime de metas e do tripé macroeconômico.

Quanto ao Banco Central, a maior parte das mudanças ocorreu ainda no primeiro mandato. Em 11 de janeiro de 1995 assumiu como presidente da instituição o economista Pêrsio Árida<sup>10</sup>, como visto anteriormente, um dos expoentes na criação do conceito de inflação inercial. No entanto, seu mandato registrou curta duração. Em 13 de junho do mesmo ano assumiu Gustavo Loyola<sup>11</sup>, mantendo-se no cargo até a data de 20 de agosto de 1997, sendo substituído por Gustavo Franco. Francisco Lopes assumiu ainda interinamente durante o período da maxidesvalorização, entre as datas de 13 de janeiro a 1º de fevereiro. Armínio Fraga tomará posse apenas em 04 de março, mantendo-se na presidência do Banco Central até 31 de dezembro de 2002.

Assim, tendo em vista que dos quatro presidentes efetivos citados do BC, apenas Gustavo Franco não era oriundo do mercado financeiro. Mesmo assim, após sua passagem pelo BC, no ano 2000, fundou a Rio Bravo Investimentos, empresa voltada para serviços financeiros

---

(MPOG), que foi alterado, a partir 12 de maio de 2016, para Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão com a Medida Provisória nº 726.” (BRASIL, 2020).

4 Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/jose-serra>

5 Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/antonio-kandir-1>

6 Lei complementar nº 87, de 13 de setembro de 1996.

7 Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/paulo-de-tarso-almeida-paiva>

8 Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/parente-pedro>

9 Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/tavares-martus>

10 Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/arida-persio>

11 Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/gustavo-jorge-laboissiere-loiola>



e gestão de investimentos<sup>12</sup>. Pécisio Arida, Gustavo Loyola e Armínio Fraga, sem exceção, possuíam participações importantes nas finanças, o que não deixa dúvidas sobre quem, de fato, coordenava as ações do Banco Central brasileiro. Ainda em relação aos 4 citados, 2 deles, Gustavo Franco e Armínio Fraga, graduaram-se na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), como já referido, conhecido centro da ortodoxia econômica brasileira. Pedro Malan também se graduou na instituição, revelando os principais personagens da política econômica no final da década de 1990.

De fato, a dupla Fraga-Malan tornou-se responsável pela construção e efetivação do regime de metas e do tripé macroeconômico. Dois quadros oriundos da PUC-RJ dominavam a política econômica brasileira nesse período. Aos ouvidos de quem recaiam os apelos da Fiesp e CNI por mudanças na dinâmica econômica? Constata-se, assim, a quase ausência de interlocutores dos industriais na equipe econômica. Esperar por mudanças, nesse cenário, parecia ingenuidade.

## 6.2 PARTIDOS EM CENA: PSDB, PFL E O PEEMEDEBISMO

O principal reflexo da hegemonia financeira na cena política, ou seja, na configuração entre partidos políticos e outros espaços da sociedade civil, registrou-se na ascensão de um campo que, a partir de 1994, ocupou a Presidência da República, além de grande número de cadeiras no Congresso Nacional. O Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB) e o Partido da Frente Liberal (PFL) tornaram-se os maiores beneficiários em votos nas cadeiras da Câmara Federal da política implementada pelo Plano Real. Esse fenômeno ganhou corpo, principalmente, através da evolução percentual de cadeiras ocupadas por partido no Congresso Nacional:

Tabela 2 - Porcentagem do PMDB, PFL, PT e PSDB na Câmara dos Deputados 1990 – 2006

<b>PARTIDO</b>	<b>1986</b>	<b>1990</b>	<b>1994</b>	<b>1998</b>	<b>2002</b>	<b>2006</b>
PMDB	44,7	21,7	20,8	16,2	14,4	17,3
PFL	24,6	16,9	17,3	20,5	16,4	12,7
PT	1,0	7,0	9,6	11,3	17,7	16,2
PSDB	-	7,6	12,3	19,3	13,8	12,9

Fonte: Adaptado de Braga (2007) e Tribunal Superior Eleitoral.

Há aumentos substanciais na proporção dos parlamentares dos dois partidos citados, fazendo com que, em 1998, PFL ocupasse mais de 20% das cadeiras, enquanto o PSDB

12 Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/franco-gustavo>.

alcançava 19,3%. No mesmo período, o PT, o outro lado desse processo, registrava 11,3% do Congresso Nacional. No entanto, constata-se também a importância de outro partido durante esse período. Composto a base governista, o então PMDB, mesmo diminuindo sua participação no Congresso, mantinha-se como terceiro maior partido.

Em todo o movimento de formação e consolidação do que aqui se chamou de República do Real, o PMDB surge como linha de continuidade, tendo composto tanto a sustentação dos mandatos de Fernando Henrique Cardoso quanto os de Lula. O peemedebismo, como afirma Nobre (2010) apresenta-se como tendência inerente do período do pós-redemocratização. O Plano Real, dessa forma, supera essa “política inercial”, mas ao contrário de externalizá-la, traz para junto de si:

Em lugar dos dois extremos – peemedebismo ou Collor – FHC colocou a ponta seca do compasso em um novo centro político, estabelecendo a partir daí dois polos no sistema, um liderado pelo PSDB, o outro pelo PT. Além dos aliados históricos de cada um dos lados, a regra seria construir uma coalizão de “A a Z” sob a liderança do pólo no poder. Como já deve estar claro a esta altura, controlar a inflação significava ao mesmo tempo controlar a tendência peemedebista da política brasileira. É nesse sentido que a aliança PSDB/PFL foi, literalmente, a outra face da moeda, do Real. Controlar a inflação não dependia apenas de um aprendizado técnico-econômico com os sucessivos fracassos dos planos anti-inflacionários de 1986 a 1991: Cruzado (I e II), Bresser, Verão, Collor (1 e 2). Dependia ao mesmo tempo da construção de um bloco político capaz de superar a crise estrutural de hegemonia da redemocratização que é chamada aqui de peemedebismo. Ou seja, há um vínculo interno entre a “inflação inercial” e a “política inercial” que se cristalizou sob a forma de sistema político a partir da década de 80. (NOBRE, 2010)

Após a experiência de José Sarney e Fernando Collor, apresentou-se um novo programa econômico encabeçado por Itamar Franco e seu então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso. Após a vitória deste nas eleições de 1994, o aprofundamento do programa político representado pelo Real ganhou força. As medidas até aqui avaliadas, bem como as atas analisadas até o momento, não deixam dúvidas sobre espectro econômico e político beneficiou-se a partir de 1995.

O movimento que se seguiu após o ano de 1994 mostra que foi possível controlar o peemedebismo, mas inserindo-o no interior do bloco de sustentação do governo. Entretanto, não é viável analisar o decorrer do Plano Real destituído do peemedebismo como força política nacional. A “política inercial”, nesse caso, apesar de restrita pelo campo PFL/PSDB entre 1994 a 2002, manteve-se viva e atuante. Nesse contexto, o PMDB serviu de sustentação de ambos os mandatários alicerçando as políticas construídas por campo. Nesse sentido, assim como o Plano Real estruturou-se por entre dois governos, ganhando status do que se poderia chamar de política de Estado, o peemedebismo perpassou o período em estudo como o conteúdo político do arranjo que subsiste à aparente polarização entre PSDB/PFL e o PT.

No decorrer desse processo, o peemedebismo construiu-se como avalizar da política nacional, transformando o PMDB em força relevante da cena política. Segundo trabalho recente de Singer (2018), o Partido do Movimento Democrático Brasileiro (PMDB) cumpriu papel semelhante ao antigo Partido Social Democrático (PSD) no período entre os anos de 1930 a 1964, funcionando como um “fiel da balança”, posicionando-se na viabilização dos governos que estão no Planalto. Dessa forma, o PMDB fez parte da base política de Fernando Henrique Cardoso, assim como da de Lula a partir de 2005, possuindo maior flexibilidade na defesa dos interesses das frações de classe da burguesia, em geral. Cabe lembrar que esse período marca as linhas gerais do jogo partidário da “República do Real”: se o PSDB apoiou de maneira mais firme os interesses da burguesia financeira, o PT, assumindo em 2003, vinculou-se à defesa da classe trabalhadora e, paulatinamente, na defesa do que chama de “produção”, identificando-se, aos poucos, com parte da chamada burguesia interna.

A “República do Real” teve nessa dicotomia seu principal sintoma e no PMDB o vértice de uma dupla polarização. Desse modo, de acordo com a análise empreendida, com a primazia da taxa básica de juros frente aos interesses da produção, PSDB e PFL formaram um campo privilegiado na defesa das finanças nacionais. O movimento paralelo de consolidação do Real, ao mesmo tempo em que limita, também reforça um movimento que encontra no peemedebismo seu elemento de continuidade. A partir do avanço do combate à inflação, do crescimento de ambos os partidos, do reforço dos interesses da burguesia financeira nacional, o PMDB instituiu-se como fiador desse processo.

## **7 O REAL DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO: SISTEMA DE METAS PARA A INFLAÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DA HEGEMONIA FINANCEIRA (2000 – 2002)**

Sob a breve análise sobre a nova dinâmica imposta pelas alterações na política monetária brasileira, mais especificamente pela introdução do sistema de metas, retoma-se a investigação das atas entre os anos 2000 a 2002, fase final do segundo governo de Fernando Henrique Cardoso. Nesse período, a economia assistiu ao início de um processo de expansão, puxado basicamente pelo setor externo e consumo das famílias. Não é difícil enxergar os reflexos da desvalorização cambial na recuperação cíclica, apenas refreada pelo chamado “apagão” e o racionamento de energia elétrica que o sucedeu. O movimento de retomada econômica recebeu novo impulso em 2002, mas aí já não havia tempo suficiente para Fernando Henrique Cardoso fazer seu sucessor, encerrando seu ciclo em dezembro do mesmo ano.

Em relação ao Banco Central, Armínio Fraga manteve-se na presidência durante todo o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso. Assumiu em março de 1999, deixando o cargo apenas em dezembro de 2002, junto com o então Presidente da República. As atas que serão analisadas nesse capítulo foram elaboradas em sua gestão, representando a implementação do sistema de metas. A seguir, a trajetória posterior das mudanças efetuadas em 1999, desaguando na eleição de Lula em 2002 e na gestão de Henrique Meirelles no Banco Central.

### **7.1 ANO 2000 E BREVE RETOMADA CÍCLICA**

Em reportagem do dia 04 de janeiro de 2000, a Folha de Londrina relatou o otimismo do então presidente Fernando Henrique Cardoso com o ano que iniciava<sup>1</sup>. É possível que o título do texto resumisse, de fato, o estado de espírito do ocupante do Planalto. Avaliando as principais variáveis do cenário macroeconômico, pode-se considerar que 2000 surgiu como um ano de retomada. Depois do titubeio do primeiro mandato e a crise da Rússia, seguida do ataque especulativo ao real e sua posterior desvalorização no início de 1999, 2000 iniciou trazendo algumas boas perspectivas para a economia brasileira.

---

<sup>1</sup> 2000 será um ano bom para o Brasil, diz FHC (2000..., 2000)

Ao que tudo indicava à época, os festejos organizados pelo governo para os 500 anos da chegada dos portugueses se dariam em um cenário de reaquecimento da atividade econômica e crescimento do PIB. Na verdade, como afirmado no capítulo anterior, já a partir do segundo semestre de 1999, as atas do Comitê de Política Monetária indicavam projeções de aumento na demanda agregada, puxada, principalmente, pela elevação do consumo das famílias e melhoria das exportações. 2000 verificou, assim, o aprofundamento desse movimento.

Paralelamente ao fortalecimento do cenário interno, o setor externo não pareceu apresentar problemas como em 1998 e 1999. A zona do Euro demonstrava vigor em seus primeiros passos. O Japão mantinha-se em sua “agonia da liquidez” e a economia norte-americana, apesar de mostrar perda de força no segundo semestre, estava longe de apresentar um quadro recessivo. Dessa forma, o ano que começava também com um vazamento de óleo em duto da Petrobras em plena Baía de Guanabara, em 18 de janeiro, e com um eclipse lunar nas Américas, do dia 21 do mesmo mês, aparentemente trazia um novo alento para o cenário econômico.

### **7.1.1 Sinais de retomada: ata dos dias 18 e 19 de janeiro**

A primeira ata do ano referiu-se ao encontro ocorrido entre os dias 18 e 19 de janeiro, na sala de reuniões do oitavo andar do edifício-sede do Banco Central. Estavam presentes o presidente do BC, Armínio Fraga, além de outros membros da diretoria colegiada<sup>2</sup>, chefes de departamentos<sup>3</sup> e alguns assessores<sup>4</sup>. Como toda primeira ata do ano, dissertou, basicamente, sobre os resultados de 1999. A constatação do reaquecimento da economia, após um período de alterações significativas no modelo de política monetária e, conseqüentemente, da política econômica, perpassou a análise impressa no documento.

Já em seu primeiro parágrafo, o relato afirmava: “A demanda agregada apresentou sinais de expansão no final de 1999. Observaram-se elevação nas vendas industriais e nas transações com cheques e cartões de crédito, além de crescimento moderado do crédito bancário, em

---

<sup>2</sup> Carlos Eduardo de Freitas, Edison Bernardes dos Santos, Luiz Fernando Figueiredo, Sérgio Darcy da Silva Alves e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang,

<sup>3</sup> Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC); Daso Maranhão Coimbra - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN); José Antônio Marciano - Departamento de Operações Bancárias (DEBAN); Alexandre Antonio Tombini - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP); Eduardo Hitiro Nakao - Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB)

<sup>4</sup> Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria; Sérgio Goldenstein - Consultor da Diretoria e Secretário-Executivo do COPOM; João dos Reis Borges Muniz - Assessor de Imprensa (ASIMP).

cenário de redução dos níveis de inadimplência.” (BACEN, 2000). A causa da “expansão da demanda”, como se referiu o texto, apesar de não aparecer de maneira explícita, possuiu como vetor o consumo privado, ou seja, os gastos das famílias, já que o documento associou esse comportamento da demanda à expansão do crédito, bem como à melhora do quadro do comércio atacadista:

A evolução do crédito é favorável, em ambiente de queda generalizada da inadimplência, com exceção do comércio varejista de São Paulo. A expansão de 0,8% nos empréstimos normais do sistema financeiro ao setor privado, em novembro, resultou da expansão do crédito ao comércio, 4,2%, e ao setor rural, 2,6%. A inadimplência no sistema financeiro privado tem mantido trajetória decrescente desde maio de 99. A inadimplência no sistema financeiro público consolidou trajetória decrescente no trimestre setembro-novembro. Em dezembro, verificou-se aumento de 30,6% nas transações com cartão de crédito e de 1,9% nos cheques compensados. Na comparação com dezembro de 1998, as variações são, na sequência, de 20% e de -5,3%, indicando menor utilização relativa de cheques como meio de pagamento.” (BACEN, 2000)

Contudo, apesar da ata referir-se à elevação do faturamento de supermercados e comércio no atacado, o que poderia supor apenas um impulso de final de ano, associado às festas de dezembro, o documento também expunha “Em dezembro, registrou-se crescimento de 2,9% nas vendas de automóveis, com elevação de 10,2% nas exportações, enquanto as vendas internas contraíram-se 1%. A comercialização de máquinas agrícolas expandiu-se 12,2%, destacando-se a evolução positiva das exportações e das vendas internas, que cresceram 28,6% e 7,8%, respectivamente.” (BACEN, 2000). Importante lembrar que aumento de vendas de automóveis e máquinas agrícolas pode estar relacionado à elevação de investimentos, nesse caso, abrindo espaço para efeitos de encadeamento, tendo em vista a cadeia produtiva de cada um dos produtos. Porém, quando o tema era especificamente investimentos, a ata não corroborou o ânimo do presidente, expondo dados negativos para o ano de 1999, até novembro:

Os indicadores de investimento, no acumulado do ano até novembro, registraram taxas negativas. A produção de bens de capital e de insumos da construção civil reduziram-se 10,2% e 3,9% no ano, mas a contração registra arrefecimento no segundo semestre. A taxa de formação bruta de capital fixo no terceiro trimestre do ano situou-se em 17,9% do PIB, a preços correntes, ante 18,1% do PIB no trimestre anterior. (BACEN, 2000)

Apresentou-se cenário diferente para o setor público, verificando-se, no acumulado até novembro, superávit de R\$ 32,8 bilhões ante os R\$ 27,8 bilhões do acordo com o FMI. De fato, como exposto no capítulo anterior, 1999 representou o retorno da política de austeridade fiscal, centrada, principalmente, na busca incessante por superávits primários. O resultado de 1999,

desse modo, apenas inaugurou uma tendência que se formara a partir de então e ganhara ainda mais consistência no primeiro governo Lula. Já na seção “Demanda e oferta agregadas”, a ata ainda se referiu à “tendência de queda gradual da taxa de desemprego”, fixando a média de 1999 em 7,56%.

Em relação ao ambiente externo, o documento mostrou o crescimento da produção nos Estados Unidos, sem pressões sob os índices de preços (sempre em voga, dada a possibilidade de ações do Fed via juros), bem como demonstrou certa preocupação com a Argentina, no que se poderia chamar de antecedentes da crise de 2001. Sobre os preços, o texto destacou a variação de 8,9% do IPCA, enfatizando, com isso, o cumprimento da meta anual de inflação (meta cheia de 8%). Por fim, na seção “Diretrizes de política monetária”, o relato novamente apresentou-se de forma categórica:

O balanço de oferta e demanda indica ausência de desequilíbrios que possam traduzir-se em pressões inflacionárias no horizonte relevante para o regime de metas de inflação. Os indicadores de consumo e crédito apresentam recuperação tênue com perspectivas de melhora expressiva ao longo de 2000. Mas não indicam riscos para o balanço de oferta e demanda e, conseqüentemente, não se constituem atualmente em fonte de pressão inflacionária. A política fiscal continua austera, contribuindo positivamente para a estabilidade de preços. O setor externo, especificamente o balanço comercial, apresenta evolução mais favorável desde dezembro, apontando no sentido de recuperação expressiva das exportações. Os fluxos capitais externos, superado o problema da mudança de data nos sistemas informatizados na virada do ano, confirmam, neste início de 2000, a melhora nas condições de financiamento externo. O acompanhamento da evolução da safra agrícola não indica pressão ao longo do ano. (BACEN, 2000)

Tinha-se, assim, desde o começo da análise das atas, a caracterização do primeiro quadro positivo tanto para a atividade econômica quanto para os índices de preços. Note-se o realce da “recuperação expressiva das exportações” nesse cenário, fruto da maxidesvalorização do ano anterior, liberando a taxa de câmbio. Como é frequente na história recente da economia brasileira (FURTADO, 2009) a desvalorização cambial demonstrou impacto positivo na produção interna, sobretudo, na industrial, além do conhecido efeito sob as exportações. No entanto, seu revés encontrava-se no impacto altista no nível geral de preços. Como afirmado na ata de março de 1999, a adoção do sistema de metas trouxe consigo a centralidade da taxa básica de juros no componente expectacional da formação de preços, deixando para trás a antiga âncora cambial, em vigor de 1994 ao início de 1999. Por isso a preocupação com os reflexos de um real desvalorizado sobre o nível geral de preços, algo que não aparecia em atas anteriores.

### **7.1.2 Os indicadores de demanda apontam evolução favorável”**

Em Relatório de Inflação divulgado 24 de dezembro do ano anterior, o Banco Central fez uma projeção de crescimento da economia brasileira na ordem de 3,5% em 2000, assumindo a hipótese de manutenção da taxa SELIC em 19% ao ano (BACEN, 1999a). De fato, nem a SELIC se manteve em 19%, nem o crescimento do produto em 2000 foi de 3,9%. No entanto, como em poucos momentos na história econômica brasileira recente, as projeções mostraram-se errôneas por subestimação: a SELIC encerrou o ano em 15,75% e o PIB cresceu, segundo dados do IBGE ([2020?]), 4,4%. Nem mesmo Fernando Henrique Cardoso parecia esperar tal resultado, considerando que, segundo suas próprias palavras, “O Brasil está indo de mal a pior. Os dados não dizem isso. Está indo de mal a menos mal, pelo menos.” (RYFF, 2000). Contudo, a preocupação do presidente era justificada: apesar dos passos em direção a um crescimento maior, o setor externo continuava vulnerável, dado principalmente a manutenção de déficit comerciais e a necessidade ainda existente de capitais externos.

Entretanto, as atas que se seguiram a de janeiro destoavam um pouco do tom cauteloso do residente do Palácio da Alvorada. Assim, a primeira frase da ata da reunião dos dias 21 e 22 de março de 2000, exposta no título dessa seção, transformou-se praticamente no resumo das atas no decorrer do ano. “A demanda agregada apresentou sinais de moderada expansão no início do ano” (BACEN, 2000) era a afirmação inicial do documento da reunião dos dias 15 e 16 de fevereiro. “Os indicadores de demanda agregada mostram recuperação acentuada da economia brasileira desde o final do ano passado” (BACEN, 2000) aparece no relato dos dias 18 e 19 de abril. Já o dos dias 23 e 24 de maio, afirmou que “os indicadores de demanda agregada nos primeiros meses do ano revelam níveis de consumo e de investimento, superiores aos de igual período do ano anterior [...]” (BACEN, 2000).

O ritmo alterou-se somente na ata da reunião dos dias 19 e 20 de junho, quando “informações mais recentes sugerem arrefecimento no ritmo de expansão da demanda agregada” (BACEN, 2000), confirmado pela ata posterior, da reunião dos dias 18 e 19 de julho: “No segundo trimestre, o ritmo de expansão da demanda mostrou-se menos intenso que no primeiro. No entanto, a maior parte dos indicadores permaneceu em patamar mais elevado que no mesmo período de 1999, comportamento sustentado principalmente pelo aumento das exportações e das vendas a prazo.” (BACEN, 2000). Nessa altura, já estava dado que o comportamento da economia até aquele momento representava uma fase ascendente de



acumulação de capital, sendo que as atenções do Copom estavam sob possíveis pressões inflacionárias.

Desse modo, sempre a preocupação em afirmar “O balanço de oferta e demanda indica ausência de desequilíbrios que possam traduzir-se em pressões inflacionárias no horizonte relevante para o regime de metas para a inflação” (BACEN, 2000), como aparece na ata de março, abril, maio, julho e agosto, por exemplo. Os 4,4% de crescimento do PIB em 2000 tornaram-se o teto de variação durante os dois governos Fernando Henrique Cardoso, como já afirmado, puxado principalmente pelo consumo das famílias, como afirmam, por exemplo, a seção final do primeiro encontro do ano: “O balanço de oferta e demanda indica ausência de desequilíbrios que possam traduzir-se em pressões inflacionárias no horizonte relevante para o regime de metas de inflação. Os indicadores de consumo e crédito apresentam recuperação tênue com perspectivas de melhora expressiva ao longo de 2000” (BACEN, 2000), o início da ata da reunião de março, ou mesmo a do mês posterior. Todas com um ponto em comum: associavam o aumento do consumo (e no caso da ata de abril, do investimento) à expansão do crédito e a diminuição de taxas do sistema bancário.

Assim, a mesma ata de abril citada anteriormente afirmou “o saldo dos créditos concedidos à pessoa física manteve trajetória de expansão, crescendo 4,8% no mês, 7,7% no bimestre e 25,4% em 12 meses, em especial nas modalidades de crédito pessoal e de financiamento para aquisição de bens.” (BACEN, 2000). Já o relato de maio registrava tom ainda mais taxativo, citando inclusive a tendência de queda dos juros de operações com recursos livres. O documento relacionava ainda essa melhora à diminuição no recolhimento de compulsórios sob os depósitos à vista, estabelecendo o impacto de uma medida governamental. Referências ao aumento do crédito apareceram também na ata de junho, quando novamente foi relatado uma elevação de 4,9% em relação a maio, totalizando 35,7% em doze meses. Quanto aos investimentos, a ata de fevereiro expressava:

Em 1999, os indicadores de investimentos apresentaram variação negativa, mas a intensidade da contração foi menor no segundo semestre. A produção e a importação de bens de capital caíram 8,9% e 15,8% até dezembro, respectivamente, ante quedas de 10,7% e de 15,6%, acumuladas até novembro. A produção de insumos da construção civil e os desembolsos do BNDES recuaram 2,9% e 4,9%, respectivamente, em relação a 3,2% e 16,4% negativos até novembro. Com isso, estima-se que a taxa de formação bruta de capital fixo em 1999 tenha sido 18,3% do PIB, a preços correntes (19,9% em 1998). (BACEN, 2000)

De fato, considerando dados da formação bruta de capital fixo do ano de 1999, verifica-se variação negativa de cerca 8,9%, resultado tanto do choque cambial do início do ano, cuja maxidesvalorização resultante impactou toda economia, quanto à reconstituição do modelo de política econômica, aprofundando a busca por superávit no resultado primário do setor público. Apenas no ano 2000 o novo arranjo começou a alterar as expectativas sobre a economia brasileira e algumas variáveis modificaram suas trajetórias, como o já citado crédito.

Dessa forma, não havia nenhuma surpresa sob o valor publicado pelo IBGE referente à esta variável no ano de 1999. Esse cenário modificou-se na ata de março de 2000, momento em que se relatou “Em fevereiro, os indicadores de investimentos acusaram expansão, com exceção de insumos da construção civil. A produção e a importação de bens de capital cresceram 2,3% e 14% em janeiro, respectivamente, ante 2,7% e -11,3% no mês precedente, nas séries com ajuste sazonal.” (BACEN, 2000).

Sinalização semelhante apareceu na ata de abril, indicando aumento de 1,6% na construção civil em fevereiro e na de maio, novamente expondo a elevação dessa variável. Por fim, é importante salientar o que os documentos do Copom constatavam sobre o setor externo em um cenário pós-desvalorização do real. Nesse aspecto, a ata da reunião de janeiro informava:

Em 1999, as exportações e as importações decresceram 6,1% e 14,8% em relação ao observado no ano anterior. No ano, o saldo comercial apresentou déficit de US\$ 1,2 bilhão, ante US\$ 6,6 bilhões em 1998. Destaque-se que as quantidades exportadas apresentam elevação desde julho, enquanto os preços das vendas externas recuperaram-se a partir de agosto. O índice de quantidade das importações aumentou moderadamente em outubro e em novembro, enquanto os preços médios elevaram-se expressivamente desde o segundo trimestre do ano, refletindo o aumento nos preços do petróleo. A conta de serviços acumulou déficit de US\$ 25 bilhões em 1999, ante US\$ 28,8 bilhões no ano precedente. A elevação nos pagamentos de juros, de 27,7%, foi mais que compensada pela redução de 42,3% nos dispêndios líquidos com as demais rubricas, com destaque para viagens internacionais, lucros e dividendos e transportes. O déficit em transações correntes para 1999, US\$ 24,4 bilhões, foi financiado com folga por investimentos estrangeiros diretos, que atingiram US\$ 30 bilhões (superando em 23% o déficit). (BACEN, 2000)

No entanto, esse mesmo documento, em sua última seção “Diretrizes de política monetária” apontou para uma mudança no cenário apresentado: “O setor externo, especificamente o balanço comercial, apresenta evolução mais favorável desde dezembro, apontando no sentido de recuperação expressiva das exportações.” (BACEN, 2000). O ano 2000 realmente assistiu a uma retomada do setor externo através do aumento das exportações.

Nesse sentido, com o real desvalorizado, houve um ambiente novo e propício para as vendas externas, algo não visto, pelo menos desde 1994, com a implementação do Plano Real,

e sua âncora. O novo contexto surgiu ainda na ata de fevereiro, citando dados de janeiro e o aumento de cerca de 17% das exportações. Mesmo assim, a balança comercial encerrou o ano em déficit de US\$ 94 milhões. Contudo, esse cenário se inverteu na ata de abril:

O balanço comercial vem mostrando recuperação consistente desde a mudança no regime cambial e, no primeiro trimestre, apresentou superávit de US\$ 26 milhões, reduzindo o déficit acumulado em 12 meses para US\$ 365 milhões. O crescimento das exportações, em especial do *quantum* exportado, tem sido fundamental para essa reversão. As exportações aumentaram 19,9% em relação ao primeiro trimestre de 1999, impulsionadas pela expansão de 28% nas vendas de produtos manufaturados e de 17,8% de semimanufaturados. (BACEN, 2000)

Apesar do resultado favorável das exportações, o saldo da balança comercial demonstrou-se deficitário em cerca de US\$ 731 milhões, segundo dados do hoje extinto Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC). No entanto, analisando-se essa variável em perspectiva histórica, percebe-se no ano 2000, uma queda brusca desse valor.

O nascimento do Plano Real marcou o advento de um comércio com o exterior com saldos negativos, deixando para trás os megasuperávits que marcaram a década de 1980 e início dos anos 1990. Já em 1995, o resultado alcançou cerca de US\$ 3.465 milhões negativos, atingindo o ápice em 1997, quando se registrou um déficit de US\$ 6.764 milhões. A tendência de queda evidenciou-se a partir de 1999, após a maxidesvalorização, quando o resultado negativo atingiu aproximadamente US\$ 1.288 milhões.

Desse modo, o ano 2000 demonstrou um aprofundamento desse movimento. Valores superavitários somente apareceram em 2001, marcando, junto com o montante registrado em 2002, os únicos dois anos de comércio positivo com o resto do mundo durante os dois governos Fernando Henrique Cardoso. Serão também os dois primeiros superávits registrado após a implementação do Plano Real.

Tabela 3 - Balança Comercial Brasileira US\$ FOB, janeiro/dezembro 1999 – 2006

Ano	Exportação	Importação	Saldo
1999	48.012.789.947	49.301.557.692	-1.288.767.745
2000	55.118.919.865	55.850.663.138	-731.743.273
2001	58.286.593.021	55.601.758.416	2.684.834.605
2002	60.438.653.035	47.242.654.199	13.195.998.836
2003	73.203.222.075	48.325.566.630	24.877.655.445
2004	96.677.498.766	62.835.615.629	33.841.883.137
2005	118.529.184.899	73.600.375.672	44.928.809.227
2006	137.807.469.531	91.350.840.805	46.456.628.726

Fonte: Brasil (2018).

Talvez a única ata que destoe levemente do otimismo do ano de 2000 seja a do mês de julho. Ao relatar a reunião ocorrida nos dias 18 e 19 de julho, o documento, em seu início, afirmava “No segundo trimestre, o ritmo de expansão da demanda mostrou-se menos intenso que no primeiro.” (BACEN, 2000). Cabe salientar que o tom do documento não demonstrou preocupações sobre essa menor intensidade da atividade econômica. Na verdade, associou essa constatação à inexistência de pressões inflacionárias do lado da demanda, o que, segundo o colegiado, apresentou-se como algo positivo no controle do nível geral de preços.

Na seção “Avaliação prospectiva das tendências da inflação”, o texto traduz esse pensamento de maneira literal, afirmando que “ritmo mais moderado do crescimento da economia brasileira observado no segundo trimestre contribui para a redução das pressões inflacionárias nos próximos meses.” (BACEN, 2000). Nunca é demais lembrar que todo o arcabouço que sedimenta o real e a estrutura como estratégia de controle e combate ao processo inflacionário parte de uma hipótese implícita: tratar a inflação brasileira, sob qualquer cenário político e social, como necessariamente resultante de pressões de demanda agregada.

Nesse contexto, razões estruturais ou mesmo choques de oferta, ainda que se afirme sua existência e possibilidade, eram abordadas da mesma maneira: política monetária restritiva, consequente valorização do câmbio, queda da atividade econômica e aumento das importações. Na última seção do documento, essa lógica apareceu explicitamente: “O balanço de oferta e demanda indica ausência de desequilíbrios que possam traduzir-se em pressões inflacionárias no horizonte relevante para o regime de metas para a inflação. Em particular, a moderação recente no ritmo de crescimento do consumo e do investimento assegura um cenário apropriado para a estabilidade de preços.” (BACEN, 2000).

Em síntese, mesmo um quadro de arrefecimento da atividade econômica, contrariando o que se viu até o momento do ano 2000, tem uma face positiva, por causa de reflexos sobre a estrutura de preços. Entretanto, demonstrou-se apenas uma leve baixa momentânea, com o consumo e investimento voltando a crescer nos últimos meses do ano.

Assim, a ata de agosto registrou “Depois da desaceleração observada no segundo trimestre, os indicadores da demanda agregada mostram nova aceleração no início do segundo semestre, em especial, aqueles relativos a consumo e vendas industriais” (BACEN, 2000), reforçada pela de setembro, onde se lia “Os indicadores de demanda agregada, referentes ao

início do terceiro trimestre mostram continuidade da tendência de expansão, favorecida pela maior oferta de crédito ao consumidor e pelo aumento das exportações.” (BACEN, 2000).

No decorrer do ano, as duas principais preocupações referentes a choques exógenos relacionaram-se ao patamar de juros nos Estados Unidos e ao preço do petróleo. Houve também monitoramento quanto a uma possível desaceleração da economia norte-americana, mas que não causou grandes repercussões internas, assim como os dois aspectos citados. A já referida ata de setembro versava:

Os mais recentes indicadores macroeconômicos nos Estados Unidos reforçam os sinais de menor expansão da demanda agregada no início do segundo semestre. Nesta direção, as encomendas às fábricas registraram declínio de 7,5% em julho, após expansão de 5,2% no mês anterior. Já o crescimento das vendas varejistas atingiu 0,2% em agosto, em relação ao mês anterior, reduzindo a taxa acumulada em 12 meses de 9,6%, em julho, para 9,3%, em agosto. O crédito ao consumidor apresentou expansão de 0,6% em julho e 7,3% em 12 meses. Finalmente, o indicador da pesquisa junto aos gerentes de compras (NAPM) situou-se em 49,5 em agosto, sinalizando expectativa de contração no nível de atividade. (BACEN, 2000).

A preocupação acima também ocorreu nos documentos de junho e agosto. As atenções voltaram-se para o mercado petrolífero, principalmente, a partir de outubro, momento em que as cotações do barril começaram a subir, em um movimento basicamente especulativo quanto à suposta incapacidade de atendimento da oferta causado por aumentos de demanda do produto. A mesma preocupação surgiu na ata de novembro e encerrou o ano com um movimento de reversão na subida de preços:

Desde o final de novembro, observou-se reversão na tendência de alta do mercado de petróleo, com a cotação da cesta da OPEP recuando de cerca de US\$ 31,50/b para US\$ 25/b. As condições de mercado mostram excesso de oferta global de petróleo, a despeito da recente suspensão das exportações do Iraque. O mercado continuou volátil, com quedas abruptas nas cotações, movimento ampliado pelos fundos de investimento em *commodities*, que inverteram suas posições no mercado de derivativos, passando a apostar na baixa das cotações. (BACEN, 2000)

Por fim, especulações sobre a elevação da taxa de juros pelo Fed apareceram desde a ata de janeiro: “O cenário básico considerado contempla elevação da taxa para o “*fed funds*” já absorvida pelos mercados futuros [...]” (BACEN, 2000), fixando-se durante todo o ano. No relato da reunião de dezembro, o documento ainda demonstrou certa preocupação quanto às decisões do Fed:

No que se refere à economia americana, a última reunião do *Federal Open Market Committee* (FOMC) manteve a taxa de juros básica (*fedfunds*) em 6,5% a.a., decisão sustentada pelos riscos inflacionários ainda persistentes embora menores devido à desaceleração da atividade econômica. A justificativa do FOMC sobre a decisão

reforçou as expectativas sobre eventuais quedas futuras nos juros, como evidenciado pelos contratos de juros no mercado futuro. (BACEN, 2000)

Ainda sobre o relato de dezembro, por ser o último do ano, fez um parecer global em relação a algumas variáveis econômicas. Referiu-se, por exemplo, ao crescimento pouco expressivo do investimento, bem como ao cumprimento das metas na política fiscal. Expôs à expansão da oferta agregada, o aumento da produtividade e dissertou sobre o cenário externo, considerado positivo. Ao final, no que pareceu uma síntese do comportamento da inflação no ano, ressaltou:

A análise do cenário macroeconômico doméstico e externo, com todos os riscos potenciais a ele associados, leva a concluir que as perspectivas para 2001 são favoráveis ao declínio da inflação em cerca de dois pontos percentuais em relação a este ano, como exige a meta estabelecida ainda em 1999. Como causas principais, pode-se citar: a queda esperada do preço da gasolina, em decorrência da redução dos preços externos do petróleo; o aumento da ordem de 6% para o conjunto de preços administrados, cerca de metade do percentual verificado em 2000; o aumento substancial da safra agrícola, com conseqüente pressão deflacionária no período de colheita; a estabilidade das expectativas dos agentes de mercado; e a inexistência de pressões sobre os preços da economia. (BACEN, 2000)

Segundo dados do IBGE ([2020?]), o ano encerrou com um IPCA de 5,97%, apresentando queda frente aos 8,94% do ano anterior. Manteve-se abaixo também do centro da meta, ou seja, o resultado inferior a 6%. Dessa forma, pode-se considerar o ano 2000 de avanço cíclico, influenciado diretamente pela desvalorização do real no período anterior. Nesse contexto, no cerne do crescimento de 4,4% do PIB apresentam-se o consumo das famílias, alavancados pelo crédito livre e o aumento dos investimentos e exportações. Ressalta-se também que após a implementação do regime de metas houve uma reversão de expectativas relacionadas à economia brasileira, agora apoiadas no comportamento da taxa básica de juros.

Entretanto, não é possível equivocarse quanto a um ponto: as atas em nenhum momento deixam dúvidas quanto ao objetivo estratégico do Copom, qual seja, o controle do nível geral de preços, ficando o crescimento econômico em posição secundária. Assim como exposto nas atas do ano de 1999, o ajuste fiscal e seu efeito contracionista sob a atividade econômica continuaram como cartas de um jogo a ser jogado, caso a estabilidade dos preços internos se deteriorasse. No ano 2000, apesar da mudança de cenário econômico, a estratégia continua a mesma. Corroborar esse aspecto, a falta de preocupações e a apresentação da face positiva do arrefecimento da economia no segundo trimestre de 2000. Em suma, o cenário econômico mudou, contudo, a estratégia do Copom manteve-se.

## 7.2 01: FALTA ENERGIA AO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

2001 apresentou-se como um ano importante para o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. Não apenas porque poderia consolidar o crescimento econômico registrado no ano anterior, mas também por anteceder a um ano eleitoral. Em 2002, estaria novamente em jogo a cadeira presidencial e o comportamento da economia, mais uma vez, transformar-se-ia em fator relevante no processo eleitoral. Um desempenho positivo dessa variável seria uma vantagem importante na corrida sucessória, facilitando o percurso de um candidato situacionista. Os bons números de 2000, despontando uma curva ascendente do ciclo econômico, trouxeram perspectivas otimistas para o governo.

As duas primeiras atas de reuniões do Copom reafirmaram o cenário positivo do final do ano anterior, sendo que o segundo documento já se referia ao um crescimento do PIB superior a 4%, demonstrando, assim, a confiança no quadro no qual o novo ano se iniciava. A desaceleração da economia norte-americana, citada também nas duas primeiras atas, mantinha a atenção dos integrantes das diretorias do Banco Central. Mesmo assim, a posse de George W. Bush, um republicano depois de oito anos do governo democrata de Bill Clinton, não mereceu, de acordo com os relatos das reuniões, uma análise pormenorizada pelo colegiado.

A visão que os resultados de 2000 se davam basicamente pelo aumento do consumo das famílias, fomentado pela expansão do crédito livre, bem como dos investimentos, era predominante entre os membros do BC, conforme exposto nas análises das atas de 2000. Ao que tudo indica, mobilizou efetivamente a atenção do comitê a possibilidade de desaceleração da economia norte-americana e o risco de que eventuais pressões inflacionárias levassem a uma resposta do Fed via elevação de juros. Em outras palavras, o que a equipe econômica buscava no setor externo era liquidez. Contando com isso, aparentemente, o cenário permanecia positivo para a economia brasileira, não fosse um fator que simplesmente desacomodou todas as expectativas dos agentes econômicos de suas posições iniciais: o chamado “apagão” energético<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> “As chuvas escassearam entre 2000 e 2001. No período, havia o temor de que a seca reduzisse ainda mais o volume de água dos reservatórios das usinas hidrelétricas, responsáveis por mais de 90% do abastecimento do país. Não era novidade que o volume de água dos reservatórios, ou seja, o ‘estoque de energia’, fosse diminuindo para atender o consumo crescente, pois, em meados dos anos 80, os investimentos no setor tornaram-se escassos, ficando aquém das necessidades do mercado. A surpresa ficou por conta de que esse estoque não seria suficiente para o abastecimento no período de estiagem (de maio a novembro), se nos meses de fevereiro, março e abril de 2001 não chovesse pelo menos 80% da média histórica.” (VIANA, 2004, p. 21)

### 7.2.1 Novos sinais de recuperação econômica: a ata de março

A reunião dos dias 20 e 21 de março tratou predominantemente dos primeiros dados do ano de 2001. Como referido anteriormente, mantinha padrão semelhante ao verificado no término do ano anterior, com forte expansão da demanda agregada, sem, entretanto, constatar a existência de pressões inflacionárias. Uma elevação da demanda com riscos de inflação levaria, inevitavelmente, ao aumento dos juros. Como demonstrou esse trabalho, não seria a primeira vez que a atividade econômica seria sacrificada em prol do controle de preços:

No início de 2001, os indicadores do nível de atividade continuaram sinalizando forte expansão. A demanda por consumo expandiu-se tanto no atacado quanto no varejo, conforme evidenciado pelas vendas da indústria, inclusive de segmentos específicos como o de autoveículos, e pelo faturamento do comércio varejista da região metropolitana de São Paulo. Atuam no mesmo sentido, a expansão de 9,6% do número de transações com cartões de crédito, no primeiro bimestre do ano, ante igual período de 2000, e a relativa ao crescimento do número de cheques compensados, 1,5% no mesmo período. (BACEN, 2001)

Diferentemente de outras atas, quando a exposição de dados predominou frente a explicação de cenário, o relato da reunião de março assumiu postura mais explicativa. Como afirmado anteriormente, a centralidade da expansão do crédito no aumento do consumo das famílias apareceu de maneira explícita<sup>6</sup>, realçando também a importância da diminuição da SELIC para a retomada da atividade econômica. Nesse mesmo roteiro, ao comentar sobre o impacto do aquecimento da demanda no setor externo, o documento demonstrou preocupação com o ritmo do aumento das importações, que, segundo os dados apresentados no documento, superavam a elevação das exportações:

O principal impacto do aquecimento da demanda é observado no saldo comercial. O déficit registrado no ano até a terceira semana de março alcançou US\$ 689 milhões. Apesar do crescimento de 13,8% das exportações no primeiro bimestre frente ao ano passado, as importações se ampliaram a uma velocidade maior (18,4%) no período. O efeito do crescimento da economia fica transparente nos dados desagregados de importação: aumento de 25,9% no quantum importado de bens intermediários e de 9% para bens de capital nos últimos 12 meses. Parte desse incremento, entretanto, reflete não apenas o crescimento da demanda doméstica, mas também a expansão da quantidade exportada de manufaturados, com efeito líquido positivo, porém defasado, sobre a balança comercial. (BACEN, 2001)

<sup>6</sup> “A redução nas taxas de juros, associada às melhores condições de emprego e renda, têm concorrido para a manutenção da trajetória de expansão das operações de crédito concedidas pelo sistema financeiro, expresso pelo crescimento de 5,2% no volume concedido com recursos livres, no primeiro bimestre do ano. Destaca-se a elevação de 9,7% nos recursos direcionados às pessoas físicas, enquanto os recursos contratados pelas pessoas jurídicas registraram incremento de 2,9%, em função de menor demanda sazonal.” (BACEN, 2001)



A atenção do Copom era válida. Historicamente, o reaquecimento da atividade econômica reflete no volume de importações, gerando o conhecido gargalo externo já bastante comentado por Tavares (1983). Em 2001, a situação não era diferente. O aumento da procura por importados, tanto para consumo quanto para investimentos internos, trouxe o risco de desequilíbrio no balanço de pagamento, o que não passou despercebido pelos membros do comitê. O documento ainda citou o reflexo dessa dinâmica sobre o câmbio, já pressionado pelo cenário externo:

As elevações do déficit comercial e do déficit em transações correntes têm contribuído para afetar o nível da taxa de câmbio, que elevou-se de R\$ 1,81, na média do terceiro trimestre do ano passado, para R\$ 2,02, na média do ano, até 20 de março. No entanto, desde fevereiro, a evolução da taxa de câmbio passou a refletir a deterioração do cenário externo. Em particular, podem ser citadas as maiores incertezas quanto ao ritmo de desaceleração da economia americana, refletidas em parte na redução rápida do preço das ações negociadas em suas bolsas de valores, e a crise de confiança em mercados emergentes importantes como a Argentina e, em menor grau, a Turquia. (BACEN, 2001)

No entanto, segundo dados do hoje extinto Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC), dezembro trouxe, pelo menos nesse quesito, um pouco de alívio para a equipe econômica, apresentando o primeiro superávit da balança comercial desde a implementação do Plano Real. Se, em 2000, a queda do déficit foi brusca, 2001 demonstrou-se um alento ao setor externo, registrando resultado positivo de aproximadamente US\$ 2.684 milhões.

Em relação ao comportamento dos preços internos, a ata afirmava que “comportamento dos preços no primeiro bimestre do ano foi influenciado por fatores sazonais, como os reajustes das matrículas e mensalidades escolares, bem como dos alimentos *in natura*.” (BACEN, 2001), ou seja, típico dos dois primeiros meses do ano. A perspectiva para esse item ao longo do ano, segundo o documento, focou-se no comportamento dos preços administrados, do valor do petróleo e da trajetória da economia norte-americana, em especial, as decisões do Fed sobre juros. Por fim, nas “Diretrizes de Política Monetária”, o colegiado esboçou sua principal preocupação:

Nesse contexto, ganha importância a questão do repasse da taxa de câmbio para os preços domésticos. Desde a flutuação do real em 1999, o grau de repasse vem declinando continuamente, dado que apenas a parcela da variação cambial entendida como permanente transmite-se aos preços finais, sem alterar de forma significativa as expectativas de inflação. No entanto, depreciações acentuadas do câmbio, ainda que em boa medida resultado do ambiente de incertezas, podem elevar o grau de repasse na medida em que parte da depreciação cambial pode ser percebida como duradoura. O aumento do núcleo da inflação nos últimos meses, a inflação observada acima das expectativas e as incertezas quanto ao grau de repasse da depreciação cambial recente, dada a aceleração do ritmo de atividade econômica, quando tomados em conjunto,

indicam que há riscos para o cumprimento da meta de 4% para a inflação em 2001. (BACEN, 2001)

Mais uma vez, vislumbrou-se a principal meta do Banco Central: o combate à inflação, mesmo em detrimento da atividade econômica. A preocupação vista no início de 1999, logo após a desvalorização cambial de fevereiro, renovou sua ênfase em março de 2001. Segundo dados do IBGE ([2020?]), o IPCA de março do referido foi de cerca de 0,38%, acima do registrado em 2000 (0,22%), mas abaixo do de 1999 (1,10%). Justificava-se a atenção do Copom dado o alto índice do coeficiente de importação da economia brasileira.

A desvalorização cambial trouxe, de fato, uma elevação do índice de preços. Se em 1999 foi da ordem de 8,94%, em 2001, a variação não chegou aos 8%, porém representou uma alta expressiva (7,67%). Nesse contexto o colegiado decidiu aumentar a taxa SELIC para 19% ao ano, ao final de 2001. O documento do mês seguinte expressou o mesmo temor, entretanto, intensificou suas preocupações com o aumento do nível geral de preços:

Desde a última reunião do Copom, ocorreram alterações no cenário econômico. Em primeiro lugar, as estimativas para a variação dos preços administrados foram revistas para cima. As tarifas dos serviços de utilidade pública provavelmente terão reajustes maiores que anteriormente previstos. As tarifas atreladas aos índices gerais de preços devem ser contaminadas pela influência da variação cambial sobre os preços no atacado. No conjunto, os preços administrados tendem a representar 2 pontos percentuais na inflação do ano, caracterizando um choque significativo de oferta. (BACEN, 2001)

Pressões de demanda, elevação dos preços administrados e repasse da desvalorização cambial para os preços internos eram os três elementos que chamavam a atenção do Copom no período, mesmo admitindo certo desaquecimento do comércio varejista. No entanto, o “balde de água fria” sobre a atividade econômica e, portanto, sobre a expectativa quanto à alta de preços, recaiu sob o nome de “crise energética”.

### **7.2.2 O alvorecer da crise energética: ata de maio**

O relato da reunião dos dias 22 e 23 de maio foi o primeiro a fazer referência ao que ficou conhecido como “apagão”, isto é, a crise energética que afetou o país entre os anos de 2001 e 2002. Mistura de falta de planejamento e investimentos na geração e distribuição de energia elétrica com estiagem e escassez de água nos reservatórios (VIANA, 2004), a crise

trouxe graves problemas tanto para o cidadão brasileiro, em seu consumo privado, quanto para as atividades produtivas nacionais.

Nesse contexto, o governo impôs racionamento às famílias e empresas brasileiras, no período do dia 1º de julho de 2001 a 19 de fevereiro de 2002. Não é difícil avaliar que tal cenário era avassalador para a economia nacional, podendo, como de fato ocorreu, interromper o ritmo de crescimento até então verificado. Nesta pesquisa, não se trabalha com história contrafactual, contudo eram inegáveis os impactos dessa crise tanto nos gastos de consumo dos brasileiros como em sua propensão a investir. Expectativas remodeladas, planos de negócios suspensos, investimentos paralisados, crédito congelado. Essas eram apenas algumas das decisões de gastos possíveis ao se vislumbrar um quadro adverso. Sem dúvida, uma ou outra estratégia foi adotada pelo consumidor e empresário brasileiros para se reacomodar à crise. Era tempo de aguardar.

Já no primeiro parágrafo, a ata versou sobre os efeitos esperados da crise energética. No entanto, destoando dos documentos anteriores, afirmou que a desaceleração da atividade econômica já se apresentava como uma realidade, antes mesmo da ocorrência do “apagão”. Este, no caso, acentuou os efeitos, porém não seria a causa da desaceleração que se verificaria:

O nível de atividade tem mostrado sinais de arrefecimento, fato evidenciado, sobretudo, pela evolução dos indicadores de consumo nos últimos dois meses. Essa tendência deverá acentuar-se nos próximos meses em decorrência dos impactos advindos do racionamento de energia elétrica. Efeitos iniciais, como a deterioração das expectativas e o replanejamento de gastos futuros, tanto por parte de consumidores como de empresas, deverão se refletir nos próximos resultados dos indicadores econômicos. No segmento produtivo, as restrições da oferta de energia elétrica deverão se traduzir, entre outros, na redução do ritmo de crescimento que vinha sendo observado, principalmente no setor industrial. (BACEN, 2001)

O consumo tornou-se o principal agente da desaceleração. Sua queda apresentou-se como preponderante entre os componentes da demanda, usando dados do comércio varejista<sup>7</sup>, mesmo em descompasso com o comportamento do crédito, que registrou expansão no mês anterior. As variáveis ligadas ao investimento e ao setor externo também registraram perspectivas positivas. “Contudo, há que se considerar as perspectivas que se delineiam diante da crise energética.” (BACEN, 2001):

---

<sup>7</sup> “Entre os componentes da demanda, o consumo é o que tem revelado maior perda de dinamismo. Dados de faturamento do comércio e de expectativas do consumidor sugerem esse comportamento. No segmento varejista, pesquisa do IBGE em nível nacional mostrou queda de 0,1% do faturamento real do comércio no ano até março, após registrar crescimento de 3% em janeiro, comparativamente a iguais períodos do ano anterior.” (BACEN, 2001)

As implicações, neste primeiro momento, referem-se principalmente à deterioração das expectativas e seus desdobramentos sobre os fluxos de gastos e de crédito. As perspectivas são de intensificação do processo de desaceleração do consumo a partir de maio, sobretudo em relação aos bens cujas vendas envolvem comprometimento futuro de renda. Considerando um horizonte de tempo mais amplo, o arrefecimento dos gastos de consumo estará condicionado à magnitude dos efeitos da crise sobre os rendimentos e os níveis de emprego. (BACEN, 2001)

Como já afirmado, os efeitos da crise energética espalharam-se por praticamente todos os componentes da demanda, com forte abalo nas expectativas dos agentes econômicos. O documento admitiu ainda impactos na atividade industrial, possível retração do crédito e quanto ao comércio exterior referiu-se à possível queda nas importações de matérias-primas e de bens intermediários, fruto provavelmente da expectativa de queda da produção industrial. Já em relação às exportações, previu impacto reduzido nas vendas de produtos básicos para o exterior.

Segundo a ata, o colegiado manteve sua preocupação em relação ao comportamento dos preços, sobretudo pelos efeitos advindos da desvalorização cambial, citando também, como fonte de desequilíbrio, os preços dos produtos agropecuários:

Os fatores que vinham pressionando os índices de preços em março mantiveram-se em abril. O recrudescimento da alta dos preços dos produtos agropecuários, sobretudo os de origem animal, foi o principal responsável pela inflação no período. Além disso, o comportamento recente da taxa de câmbio influenciou desfavoravelmente a evolução dos índices nesses meses. (BACEN, 2001)

Esse mesmo produto apareceu na seção “Avaliação prospectiva das tendências da inflação”, junto a aumento do valor do petróleo e a perspectiva de reajuste dos preços administrados. Dessa forma, não causa espanto o tom pessimista na última seção do documento, principalmente, ao se referir aos problemas energéticos:

O agravamento das incertezas observado desde a última reunião resultou em grande parte das anunciadas restrições ao consumo de energia elétrica, cujas consequências ainda não podem ser medidas com a precisão desejável. Está claro, porém, que os impactos sobre a oferta agregada serão severos, dada a magnitude e a duração inicialmente esperadas para a redução do consumo de energia elétrica. Isso caracteriza um choque de oferta. (BACEN, 2001)

O principal foco estabelecido referiu-se ao controle do nível geral de preços, tendo em vista que o colegiado considerou que “esse choque deve reduzir mais rapidamente a quantidade ofertada de bens e serviços do que a quantidade demandada, o que tende a resultar em pressão inflacionária e menor taxa de crescimento do PIB” (BACEN, 2001), ou seja, previu que a oferta cairia mais rapidamente do que a demanda, gerando, com isso, pressões inflacionárias:

A política monetária deve procurar neutralizar os efeitos secundários do racionamento sobre a taxa de inflação, notadamente aqueles cujo impacto se concentra em 2002. Os efeitos primários desse choque não se restringem ao impacto direto do aumento do custo da energia elétrica nos índices de preços. Abrangem também a esperada mudança nos preços relativos de bens e serviços decorrentes da redução da oferta, que tende a elevar os índices de preços. Os efeitos secundários compreendem os possíveis movimentos de propagação de altas de preços derivados da mudança inicial e devem ser combatidos, sob pena de anular o realinhamento de preços relativos e ensejar nova rodada de correções. (BACEN, 2001)

A preocupação do Copom, nesse momento, era justificada. O nível de incerteza que o “apagão” introduziu na economia brasileira foi efetivamente muito grande. E, ao que indicava a ata ora analisada, os acontecimentos recaíram sob o colegiado de maneira inesperada. Faltaram dados para estimar melhor os impactos setoriais e as novas previsões de crescimento e inflação. O que o documento de maio mostrou foi que não apenas faltaria luz nas casas e empresas dos brasileiros, mas a própria política monetária encontrava-se “às escuras”. Nesse ínterim, o Copom decidiu por unanimidade elevar a meta da taxa SELIC para 16,75 ao ano.

### **7.2.3 A desaceleração do segundo semestre**

As atas das reuniões do segundo semestre do ano corroboram as preocupações expostas no relato do encontro de maio. De fato, a crise energética, somada ao um cenário externo adverso, com a retração da economia norte-americana e a crise vivenciada pela Argentina, impactaram, sobremaneira, no crescimento do produto brasileiro. Segundo dados do IBGE ([2020?]), a taxa anualizada de crescimento do PIB do segundo trimestre de 2001 foi de 3,7%. Essa mesma taxa encerrou o quarto trimestre, último do ano, em 1,4%, queda substancial considerando-se os números apresentados no primeiro trimestre e ainda mais significativa comparado com o resultado do ano anterior. Se em 2000, de acordo com informações obtidas no Ipeadata ([2020?]), o aumento real da produção na indústria de transformação foi de aproximadamente 5,69%, em 2001 esse valor caiu para 0,71%.

Trajetória semelhante ocorreu no setor de comércio, onde uma alta real do produto de 4,49% em 2000 sucedeu um aumento em menor patamar: 1,84%, ainda segundo dados do Ipeadata ([2020?]). É inegável que as expectativas se deterioraram no decorrer do ano. Em um cenário como esse, perdeu-se a capacidade de planejamento e desestruturou-se estratégias de longo prazo. Cabe lembrar que próprio presidente da República confirmou, à época, a gravidade da crise e que foi “pego de surpresa” (PRESIDENTE..., 2001). Ao que tudo indicava, o Copom encontrava-se em cenário similar.

Depois da ata de julho ainda tentou atenuar o impacto direto da crise energética sobre a produção, o documento de agosto já demonstrava o peso do “apagão” nas variáveis econômicas. Daí até o final do ano, os relatos obedeceram ao mesmo roteiro: a economia desacelerou, sem, contudo, gerar pressões sob o nível geral de preços. O documento de agosto iniciou nesse tom:

Estatísticas recentes sobre o nível de atividade confirmaram a continuidade, nos últimos meses, do processo de desaceleração econômica iniciada ao final do primeiro trimestre. Esse comportamento reflete a evolução do cenário econômico internacional, além dos impactos da crise de energia, e os seus efeitos sobre as taxas de juros e de câmbio. Tais fatores fizeram-se sentir sobre as expectativas dos agentes econômicos. A deterioração nas expectativas dos empresários e consumidores, ao longo do segundo trimestre, fez com que os indicadores de demanda refletissem mais intensamente essa trajetória de ajuste da economia, exibindo variações negativas tanto nos resultados mensais das séries dessazonalizadas, como nas comparações com o mesmo mês do ano passado. (BACEN, 2001)

E adicionou um trecho revelador sobre as expectativas dos empresários, repercutindo então pesquisa divulgada pela CNI:

A perspectiva delineada para a indústria para os próximos meses, de fato não se mostra favorável, segundo o Índice de Confiança do Empresário Industrial, divulgado pela CNI. Com periodicidade trimestral, o indicador mostrou declínio em julho, motivado basicamente pela crise energética e pela persistência de altas na taxa de câmbio e nas taxas de juros. Há de se considerar, entretanto, que o processo de adaptação das empresas visando contornar as restrições impostas pela crise (instalações de geradores, intensificação das transações no mercado atacadista, entre outros) tende a evoluir favoravelmente em relação à situação observada no início do período de racionamento. (BACEN, 2001)

As expectativas também apareceram na análise da ata de setembro, vinculadas novamente à queda da demanda agregada. Em um tom mais ameno, o relato da reunião de outubro afirmou certa acomodação do nível de atividade em agosto e setembro, em um patamar mais baixo do que o registrado no primeiro semestre. Essa mesma afirmação ocorreu em novembro, indicando estabilidade do nível de atividade econômica e, quando discutiu o cenário de 2002, referiu-se à possibilidade reversão de expectativas, passados a pior fase do “apagão” e da crise argentina.

#### **7.2.4 Final de ano: reversão de expectativas e os caminhos de 2002**

O ano se encerrou com uma ata em tom positivo, referindo-se a uma possível reversão de expectativas após “progressiva superação dos diversos choques que afetaram a economia do país ao longo do ano” (BACEN, 2001). O documento ainda fez referência a uma melhoria no nível de investimentos e ao primeiro superávit na balança comercial desde a implementação do Plano Real. Em sua última seção, “Diretrizes da política monetária” afirmou “Corroborando a percepção expressada nas Notas da última reunião, os indicadores do nível de atividade econômica no terceiro trimestre sinalizam uma suave retomada do nível de atividade no próximo ano.” (BACEN, 2001). Ao analisar de maneira mais detalhadas alguns números, previu que “Mesmo sendo inferior ao previsto no início do ano, o crescimento do PIB em 2001 deve ser próximo de 2% e ligeiramente maior em 2002.

No terceiro trimestre, a economia apresentou crescimento de 0,3% em relação ao trimestre anterior (crescimento acumulado de 2,17% no ano)” (BACEN, 2001). Em síntese, o colegiado vislumbrou perspectivas melhores para o ano de 2002, superadas a crise energética e os impasses no cenário externo. Como afirmado anteriormente, diferentemente dos 2% previsto pelo Copom, a economia brasileira no ano, segundo dados do IBGE, cresceu 1,4% e, de fato, o ano de 2002 apresentou dados melhores que aquele que se encerrava. No entanto, apesar de superada a crise energética, finalizado o racionamento em fevereiro, a disputa eleitoral de outubro de 2002 deixa o país no limiar de uma crise cambial e esperando seus efeitos no nível geral de preços. De certa forma, 2002 encerrou o segundo mandato do governo Fernando Henrique Cardoso e mostra-se como um prelúdio do que encontrará Lula em seu primeiro mandato. Um ano que marcou o crepúsculo de uma fase da economia brasileira.

### **7.3 O ANO DE 2002: ELEIÇÕES E CRISE CAMBIAL**

Em 19 de fevereiro de 2002, encerrou-se o principal vetor para a queda na produção interna do ano anterior, o racionamento energético. Com isso, o país voltou a uma relativa normalidade. Um fator a menos nos já atribulados cenários econômico e político brasileiros. Permitir o planejamento de longo prazo, poder vislumbrar, mesmo que precariamente, o futuro, são condições essenciais para as decisões de gastos e investimentos. Entretanto, 2002 manteve o grau de incerteza em um nível elevado, tendo em vista, principalmente, as eleições presidenciais de outubro.

Mesmo assim, o primeiro semestre de 2002 confirmou o que foi escrito nas atas do final do ano anterior: o investimento e o consumo voltaram a puxar a produção interna. Segundo dados do IBGE ([2020?]), o PIB expandiu 3,1%, com destaque para o crescimento da produção industrial em relação a 2001: 2,4%. A inflação, entretanto, não apresentou dados positivos similares, já que o IPCA de 2002 registrou variação de 12,53%, muito acima do centro da meta que, naquele ano, era de 3,5%, com banda de 2 pontos percentuais para cima e para baixo.

Contudo, à medida que as eleições se aproximavam, o quadro se deteriorava. A “fuga” de capitais, supostamente causada pelo “risco Lula”, trazia instabilidade para o câmbio, desvalorizando a moeda brasileira de maneira substancial. A solução encontrada, seguindo à risca os moldes do Plano Real, foi a elevação também substancial da taxa básica de juros. A desvalorização cambial pressionou o nível de preços internos, ou seja, inflação, tudo o que o governo não espera em um ambiente eleitoral.

Assim, entre a continuidade representada por José Serra e a mudança, por Lula, crise cambial e aceleração inflacionária não poderiam aparecer no cálculo eleitoral. No entanto, após a chamada Carta ao Povo Brasileiro, publicada em 24 de junho do mesmo ano, e uma campanha cujo tom agressivo apresentou-se desde o início (LOURENÇO, 2009), Lula elegeu-se, em segundo turno, com 52.793.364 votos, representando 61,27% dos votos válidos. Já o candidato situacionista, José Serra obteve 33.370.739 votos ou 38,72% dos votos válidos<sup>8</sup>. Encerravam-se, assim, os oito anos de governo Fernando Henrique Cardoso.

### **7.3.1 Uma visão otimista: ata de 22 e 23 de janeiro**

Ao comentar os dados do ano anterior, a ata da reunião dos dias 22 e 23 de janeiro assumiu perspectiva otimista, destacando a recuperação econômica do final de 2001, principalmente os dados do comércio:

Os indicadores do nível de atividade mostraram, ao final de 2001, continuidade do processo de superação dos fatores que provocaram desaceleração econômica a partir de abril de 2001. O cenário mais propício para a expansão da demanda é referendado basicamente pela redução da inadimplência e pelas disposições favoráveis dos consumidores. No entanto, essas condições, bem como as do mercado de trabalho, favorecem uma recuperação do consumo gradual, como indicam as vendas em dezembro, o que deve evitar pressões sobre os preços no futuro. (BACEN, 2002)

---

<sup>8</sup> Dados obtidos junto ao site do Tribunal Superior Eleitoral. Disponível em: <http://www.tse.jus.br/eleicoes/eleicoes-antiores/eleicoes-2002/candidaturas-votacao-e-resultados/resultado-da-eleicao-2002>



As “disposições favoráveis dos consumidores”, de fato, lastreavam-se em números. Segundo Pesquisa Anual do Comércio (PAC), realizada pelo IBGE, registrou crescimento do varejo de 3,6%. Variação ainda maior obteve o segmento atacadista, com crescimento de 12,8%. Em outras palavras, o comércio apresentou relativo dinamismo em 2002, principalmente, em seu setor atacadista, com expansão quase quatro vezes maior do que o varejo. Pode-se presumir que esses dados não se relacionavam apenas à sazonalidade ligada às compras de final de ano, mas propagou-se através do período, como demonstram outras atas. Outro componente relevante da demanda agregada, os investimentos tiveram resultados favoráveis até novembro de 2001, com acumulado de 14,1% na produção de bens de capital (BACEN, 2002).

A ata relatou ainda o desempenho positivo do setor externo, com superávit de US\$ 2,7 bilhões, resultado possível pela expansão das exportações, principalmente de produtos básicos, e pela retração das importações. Quanto ao financiamento do balanço de pagamentos, o texto realçou o papel desempenhado pelo investimento estrangeiro direto que, segundo o documento, ao final de 2001 chegou aos US\$ 3,9 bilhões.

Durante o semestre, o relato das reuniões seguiu ritmo parecido. Aos poucos, consolidou-se o movimento de recuperação da economia brasileira, transparecendo nos textos dos outros relatos. Fevereiro, março e abril atuaram nesse sentido, apresentando uma melhoria gradual das variáveis econômicas.

Os resultados recentes dos indicadores da atividade econômica têm confirmado a expectativa de recuperação gradual, delineada ao final de 2001. A produção industrial, que em outubro passado encontrava-se em patamar bastante deprimido - o menor desde março de 2000 - mostrou crescimento contínuo desde então, mas ainda se mantém, nesse início de ano, abaixo do observado em igual período do ano anterior.” (BACEN, 2002)

O ritmo apenas se alterou nos dois últimos meses do primeiro semestre, maio e junho, momento em que se indicou um arrefecimento desse processo. A ata de maio citou como principais causas dessa desaceleração o crescimento tímido da massa de rendimentos, a expansão limitada do crédito e a certo esgotamento na recuperação das expectativas dos consumidores, o que impactou significativamente o consumo:

Os indicadores do desempenho da atividade econômica revelaram, ao final do primeiro trimestre, sinais de arrefecimento no ritmo de recuperação iniciado em outubro de 2001. Esse comportamento está apenas parcialmente associado a ajustes nos níveis de estoques, sobretudo na indústria, e a possíveis efeitos estatísticos de ordem sazonal, que tendem a minorar resultados de março. A perda de fôlego é

atribuída, também, ao crescimento ainda modesto da massa de rendimentos, à ausência de retomada mais expressiva de contratações no segmento creditício e ao esgotamento do processo de recuperação de expectativas dos consumidores que vinha sendo observado desde o final do ano passado. (BACEN, 2002)

De fato, alguns números corroboram a análise do comitê. Segundo dados do IBGE, conforme gráfico XX, a taxa de desocupação da população brasileira encerrou 2001 em 9,35%. O ano de 2002 não vislumbrou uma melhoria desse cenário, atingindo, ao final do ano, percentual de 9,16%, ou seja, queda pouco expressiva que comportou uma alteração significativa do mercado de trabalho e, conseqüentemente, na massa salarial.

A queda do rendimento do trabalho no país confirma a informação acima. O biênio de 2001 e 2002 registrou o piso no valor dessa variável dos governos Fernando Henrique Cardoso, apresentando valor médio de R\$ 831 (IBGE, [2020?]). Dessa forma, após um acréscimo inicial de consumo, verificou-se o enfraquecimento desse movimento justamente por falta de dinamismo do mercado de trabalho, não compensado pela expansão do crédito:

Em relação às operações de crédito do sistema financeiro doméstico, observou-se evolução de 1,0% no saldo total em abril, que alcançou R\$ 338,8 bilhões. As operações com recursos livres atingiram R\$ 199,5 bilhões, mantendo tendência de crescimento moderado, com variações de 1,2%, em abril, e de 3,5%, no ano. A evolução dos saldos contratados por pessoas físicas cresceu 2% no mês, com expansão em todas as modalidades, destacando-se cheque especial, com 3,6%, e aquisição de veículos, com 1,6%. O crescimento de 1,2% no crédito pessoal pode ser parcialmente explicado pela utilização de linha de crédito para antecipação da devolução do imposto de renda.” (BACEN, 2002)

Quanto às expectativas dos agentes, o documento indicou duas pesquisas: o Índice de Intenções do Consumidor, da Fecomércio, e pesquisa da Confederação Nacional da Indústria sobre a confiança dos empresários. Ambas, segundo o relato, apresentaram valores em queda, sendo que a segunda registrou leve recuo. A ata de junho registrou de maneira ainda mais nítida o arrefecimento do consumo, confirmando a baixa expansão dos rendimentos e do crédito. No entanto, essa mesma ata de junho revelou certa preocupação com algumas variáveis:

Para o mês de maio, alguns indicadores apontam para uma queda na produção industrial quando comparados com o mês anterior. Houve redução na estimativa da CNI para os estoques na indústria de transformação de matérias primas e bens intermediários, enquanto os estoques de bens finais aumentaram no primeiro trimestre. A taxa de desemprego aberto, medida pelo IBGE, interrompeu o movimento de queda e voltou a subir, atingindo 7,6% em abril, ante 7,1% em março. O Índice de Intenções do Consumidor, medido pela Fecomercio de São Paulo, apresentou queda significativa de 12,31% em junho. Movimento semelhante ocorreu com o Índice de Confiança do Empresário Industrial, que cresceu significativamente no primeiro trimestre do ano em relação aos dois trimestres anteriores, mas apresentou pequena

queda no trimestre corrente. O crédito ao consumidor e às pessoas jurídicas deve ficar relativamente constante nos próximos meses devido ao crescimento da inadimplência, inibindo gastos com consumo e investimentos. (BACEN, 2002)

Assim, o cenário evidenciou queda da produção industrial, estabilidade da taxa de desocupação e deterioração das expectativas dos agentes. Esse último item, as expectativas dos agentes econômicos, tão importante para uma trajetória de ascensão econômica, muito provavelmente relacionou-se com a indefinição causada pelas eleições presidenciais. O documento, em seu final, assumia tom ainda mais taxativo quanto às reverberações da incerteza no desempenho da economia brasileira:

Entretanto, a conjuntura adversa recente, caracterizada por um aumento da incerteza em relação ao futuro do país, tem influenciado negativamente o preço de ativos em moeda estrangeira e local. Comparando os valores observados nas vésperas das reuniões, desde a reunião de maio do Copom, o real depreciou-se em 7,5 % e o risco medido pelo Embi+ subiu de 930 p.b. para acima de 1300 p.b. A volatilidade dos mercados atingiu também outros ativos. O cupom cambial de um ano ampliou-se significativamente em relação ao observado no começo do ano, tendo o mesmo ocorrido com o deságio das LFTs longas. (BACEN, 2002)

São os primeiros efeitos do que se chamaria no decorrer do ano de “risco Lula”. À medida que o candidato do Partido dos Trabalhadores avançava nas pesquisas, aumentava paralelamente a volatilidade cambial, a saída de capitais externos de curto prazo e, em consequência, a inflação. O aumento do risco-país e a desvalorização cambial já haviam aparecido na ata anterior, de maio, no entanto, não foram explicitamente associados às incertezas eleitorais: “Entretanto, o risco país e o câmbio não têm refletido esses bons fundamentos do setor externo. Desde a reunião do Copom de abril, o risco Brasil medido pelo Embi+ subiu de 733 para 940 p.b. e o real depreciou-se 7,6%” (BACEN, 2002).

A preocupação do Copom com elevações no nível geral de preços começou a surgir em seus textos a partir de março, após um certo otimismo na ata de janeiro e divisões no colegiado em fevereiro. No documento de março, o principal fator a pressionar o nível de preços foram os preços administrados e monitorados, com destaque para o preço da gasolina e gás de bujão. Contudo, ao descrever o quadro econômico em sua totalidade, o documento pregou cautela:

Em resumo, o cenário externo positivo, o movimento de queda verificado na inflação e as projeções para o IPCA em 2002 e 2003 justificam uma trajetória de queda da taxa de juros. Entretanto, o efeito secundário sobre a inflação dos aumentos de preços administrados por contrato e monitorados e a incerteza que ainda prevalece sobre a velocidade da queda dos preços livres recomendam uma trajetória cautelosa na condução da política monetária. (BACEN, 2002)

Adotou-se tom parecido na ata de abril, com decisão de manter fixa a SELIC em 18,5% ao ano. Até o final do primeiro semestre, a deterioração do quadro econômico, principalmente inflação e câmbio se acelerou. Desse modo, na última seção do documento de maio, manteve-se a SELIC em 18,5%, porém dessa vez por cinco votos a três, o que, de fato estava longe de um consenso. A ideia de que era necessário manter os olhos sob os índices de preço se manteve durante todo o primeiro semestre.

Entretanto, durante esse período, persistiu também a aposta de que, até o final do ano, as pressões inflacionárias se dissipariam e a inflação convergiria para o centro da meta, como bem demonstrado pelo texto de março:

As perspectivas para os preços livres são favoráveis e apontam para uma queda da inflação. Os seguintes fatores atuam favoravelmente: i) a taxa de câmbio apreciou-se em relação à média do último trimestre e apresenta estabilidade; ii) o racionamento de energia elétrica terminou; iii) o mercado de trabalho e a existência de capacidade ociosa não pressionam os preços; iv) os efeitos da inércia inflacionária herdada de 2001 tendem a se esgotar; e v) a expectativa de uma boa safra agrícola em 2002 tem efeito de baixa sobre o preço dos alimentos. Apesar de a inflação livre ter atingido 1,2% no primeiro bimestre, em função dos fatores descritos acima, o Copom projeta elevações para os preços livres de 3,4% para 2002 e 2,1% para 2003.” (BACEN, 2002)

Possivelmente por isso que as decisões do segundo trimestre mantiveram a taxa básica em 18,5%, depois de uma queda na reunião do final do primeiro trimestre. Apesar dos preços administrados apresentarem-se como os vilões desse processo, como os causadores desses aumentos no IPCA, não passou despercebido a possível influência da desvalorização do câmbio sob os índices de preços, porém através de um viés que pode ser considerado como otimista:

O impacto da variação cambial sobre a projeção de inflação poderá ser menor do que o usualmente previsto, o que foi incorporado à projeção. Há dois fatores que podem fazer com que a recente depreciação do real tenha impacto relativamente menor na inflação do que o esperado. Em primeiro lugar, o arrefecimento da recuperação do nível de atividade econômica deve dificultar o repasse da variação cambial para os preços. Em segundo lugar, num regime de câmbio flutuante, o impacto de uma variação cambial sobre os preços deve ser reduzido quando os agentes percebem essa variação como temporária. Assim, no primeiro trimestre de 2002, a apreciação do real não levou a um reajuste negativo de preços porque, possivelmente, os agentes econômicos fixaram os preços tendo como parâmetro uma taxa de câmbio mais depreciada do que a efetivamente observada. Dessa forma, a variação cambial relevante para os agentes econômicos entre o primeiro e segundo trimestres deste ano deve ser inferior à efetivamente observada, gerando menor pressão inflacionária. Contudo, isto não significa que depreciações adicionais na taxa de câmbio tenham o mesmo efeito reduzido sobre os preços. (BACEN, 2000)

Na ata da reunião de junho ainda se mantinha postura que poderia se chamar de negacionista, em um dos poucos momentos em que se observou certa preocupação com a atividade econômica, resistindo a um aumento da taxa básica de juros. Essa mudança na forma de abordar o tema central sempre tão aludido em quase todas os documentos, qual seja, o combate à inflação, justifica-se pela especificidade do ano 2002, ou seja, momento de eleições e, principalmente, de eleições presidenciais.

Como já afirmado, elevar a SELIC naquele momento, colocando em risco a desempenho da atividade econômica, poderia ter resultados negativos para o candidato situacionista na corrida eleitoral. Somente isso explica o trecho abaixo do documento de junho, que, mesmo vislumbrando pressão sob o nível de preços, aludiu a possível queda na SELIC:

Nesse cenário, o Copom entende que seria recomendável a redução da taxa de juros devido aos seguintes fatores: (i) nas atuais condições monetárias, a projeção de inflação para 2003 está significativamente abaixo da meta de inflação, (ii) as expectativas de inflação indicam confiança numa trajetória declinante de inflação nos próximos 18 meses, e (iii) não obstante a projeção de inflação para 2002 encontrar-se um pouco acima do centro da meta ajustado pelo impacto do choque dos preços administrados e monitorados e por parte do impacto da inércia da inflação de 2001 em 2002 (resultando no intervalo entre 4,5% e 5,0%), essa diferença reflete o aumento recente da volatilidade dos mercados, em especial da taxa de câmbio, que tende a ser temporário. (BACEN, 2002)

Contudo, logo após a afirmação, pôs em dúvida as próprias razões para uma queda da SELIC:

No entanto, deve-se avaliar o risco deste cenário básico não se materializar. À medida que persistirem a incerteza em relação ao futuro da economia do país e a conjuntura adversa recente, caracterizada por depreciações acentuadas dos preços de ativos e da taxa de câmbio, corre-se o risco de um aumento das projeções de inflação para 2002 e 2003. Em particular, colocar-se-iam em questão o caráter temporário da variação cambial e a magnitude do seu repasse aos preços, não obstante os fatores que poderiam inibir o repasse cambial descrito acima. (BACEN, 2002)

De fato, o cenário básico descrito acima não se materializou.

### **7.3.2 Carta ao povo brasileiro**

Esse, talvez, tenha se tornado um dos momentos mais marcantes da história brasileira contemporânea. Em discurso proferido durante encontro sobre o programa de governo do Partido dos Trabalhadores (PT), no dia 22 de junho de 2002, o então candidato Luís Inácio Lula da Silva apresentou uma visão divergente daquela defendida historicamente pelo PT em relação

aos problemas econômicos brasileiros. Como afirma Singer (2010), inaugurou a segunda alma do partido, o “espírito do Anhembi”:

Se existe um momento específico que corresponde à irrupção da segunda alma do PT, talvez seja o da divulgação da ‘Carta ao Povo Brasileiro’, em junho de 2002. Houve, certamente, uma longa gestação anterior, cujos fios podem ser rastreados no mínimo à derrota de 1989, mas fogem ao escopo deste artigo. No entanto, a silenciosa criatura só veio à luz quando já estavam dadas as condições para que, surgindo aparentemente do nada, se fizesse imediatamente dominante dentro do Partido dos Trabalhadores. Não sucedeu o vagaroso confronto que por anos opôs, por exemplo, as alas esquerda e direita da social-democracia alemã, até que, na data fatal de 4 de agosto de 1914, o espírito nacionalista tomou conta da organização fundada sob os auspícios de Marx e Engels, sepultando o radicalismo das origens.” (SINGER, 2010, p. 104)

Nesse pronunciamento, o candidato acenou com vários aspectos da política econômica adotada pelo governo Fernando Henrique Cardoso. Afirmou seu “compromisso histórico” com o combate à inflação<sup>9</sup>, defendeu a manutenção de superávit primário<sup>10</sup>, falou em crise de confiança no país<sup>11</sup> e comprometeu-se com o respeito aos contratos já firmados (leia-se FMI)<sup>12</sup>. Enfim, as palavras de Lula representaram um nítido aceno ao setor financeiro, já que aludiam à manutenção do tripé macroeconômico, isto é, regime de metas, superávit primário e câmbio flexível. Apenas à guisa de comparação, em resolução do XII Encontro Nacional do PT realizada em Olinda, entre os dias 14 a 16 de dezembro do ano anterior, pode-se ler:

[...] a política fiscal deve significar, antes de tudo, a preservação da solvência do Estado, através de uma estratégia para a política de juros internos que reduza sensivelmente o comprometimento do orçamento, superando a política de crescentes superávit primários, garantindo assim a ampliação de políticas públicas sociais e econômicas. (ENCONTRO NACIONAL DO PARTIDO DOS TRABALHADORES, 2001, p. 18)

Além disso, defendeu-se a denúncia do então acordo realizado com o FMI, o estabelecimento do controle na entrada e saída de capitais, taxaço da remessa de lucros e

<sup>9</sup> “Quero agora reafirmar esse compromisso histórico com o combate à inflação, mas acompanhado do crescimento, da geração de empregos e da distribuição de renda, construindo um Brasil mais solidário e fraterno, um Brasil de todos.” (CANTANHÊDE, 2001).

<sup>10</sup> “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 os seus compromissos.” (LEIA..., 2002).

<sup>11</sup> “Trata-se de uma crise de confiança na situação econômica do país, cuja responsabilidade primeira é do atual governo. Por mais que o governo insista, o nervosismo dos mercados e a especulação dos últimos dias não nascem das eleições.” (LEIA..., 2002)

<sup>12</sup> “Premissa dessa transição será naturalmente o respeito aos contratos e obrigações do país. As recentes turbulências do mercado financeiro devem ser compreendidas nesse contexto de fragilidade do atual modelo e de clamor popular pela sua superação.” (LEIA..., 2002)

dividendos, bem como a auditoria e renegociação da dívida externa pública<sup>13</sup>. Dessa forma, a alteração de tom assumida no pronunciamento era substancial. Sinalizava-se ao capital financeiro que o acordo base que sustentava o Plano Real seria mantido. Como se verá mais adiante, na história recente da economia brasileira, referir-se ao combate à inflação é atuar em defesa do Plano Real, não apenas na manutenção de seu valor, mas também da estrutura política que o sustenta. Ao estabelecer o “compromisso histórico” de combate à inflação, Lula não apenas defendeu o bolso do trabalhador, como afirmou no mesmo discurso<sup>14</sup>, mas se comprometeu com essa mesma estrutura. Tem-se aí, o principal ponto de continuidade entre seus governos e os de Fernando Henrique Cardoso.

Aparentemente, o que era uma fala do então candidato, tornou-se, um mês depois, posição oficial do Partido dos Trabalhadores, após aprovação do Diretório Nacional, reunido no centro de convenções do Anhembi, em São Paulo. Singer (2010) também destaca uma inflexão das posturas históricas do partido com a projetada durante a campanha, a partir de junho de 2002:

No programa divulgado no final de julho de 2002 pelos partidos que integravam a Coligação Lula Presidente, há um perceptível câmbio de tom em relação ao capital. Em lugar do confronto com os “humores do capital financeiro globalizado”, que havia sido aprovado em dezembro de 2001, o documento de campanha afirmava que “o Brasil não deve prescindir das empresas, da tecnologia e do capital estrangeiro”. Para dar garantias aos empresários, o texto assegura que o futuro governo iria “preservar o superávit primário o quanto for necessário, de maneira a não permitir que ocorra um aumento da dívida interna em relação ao PIB, o que poderia destruir a confiança na capacidade de o governo cumprir os seus compromissos”, seguindo *pari passu* o que havia sido divulgado na Carta. Nessa linha, compromete-se com a “responsabilidade fiscal”, com a “estabilidade das contas públicas” e com “sólidos fundamentos macroeconômicos”. Por fim, assegura que não vai “romper contratos nem revogar regras estabelecidas”. Afinal, “governos, empresários e trabalhadores terão de levar adiante uma grande mobilização nacional” (SINGER, 2010, p. 105)

Em entrevista à revista Fórum, Luiz Gonzaga Belluzzo afirmou a modificação de trajetória na postura até então adotada referente à política econômica. O que apareceu, segundo ele, como um movimento tático transformou-se na adoção do cerne da política de FHC:

---

<sup>13</sup> “Com relação à dívida externa, hoje predominantemente privada, será necessário denunciar o acordo com o FMI para liberar a política econômica das restrições impostas ao crescimento e à defesa comercial do país, estabelecer mecanismos transparentes de controle sobre a entrada e saída de capital, estimular a reinvenção do investimento direto estrangeiro através da taxação das remessas de lucros e dividendos e bloquear as tentativas de reestatização da dívida externa, reduzindo a emissão de títulos da dívida interna, indexadas ao dólar. O Brasil deve ter uma posição internacional ativa sobre as questões da dívida externa, articulando aliados no processo de auditoria e renegociação da dívida externa pública.” (ENCONTRO NACIONAL DO PARTIDO DOS TRABALHADORES, 2001, p. 18)

<sup>14</sup> “Ninguém precisa me ensinar a importância do controle da inflação. Iniciei minha vida sindical indignado com o processo de corrosão do poder de comprar dos salários dos trabalhadores.” (LEIA..., 2002)

Mas, obviamente, o que ocorreu não foi uma manobra tática como estávamos imaginando, mas uma confirmação das linhas mestras da política macroeconômica que o Fernando Henrique estava fazendo e pior, com pessoas que tinham pouca experiência a respeito de como se maneja. Na escolha das pessoas da equipe econômica, no segundo escalão, já ficou claro qual seria a orientação. (O MARCO..., 2011)

O momento era de exasperação do setor financeiro, como se constatou através da análise das atas até aqui. O próprio Lula citou em seu discurso a “crise econômica”<sup>15</sup>.

### **7.3.3 As angústias das finanças: primeira ata do desastre**

O discurso do então candidato Lula teve pouco impacto sob as trajetórias das variáveis econômicas do segundo semestre. A deterioração de expectativas, as incertezas quanto ao resultado eleitoral, a queda no nível de atividade, crescimento baixo da massa de rendimentos e pouca expansão do crédito tornaram-se a tônica em um quadro de desvalorização cambial e aceleração inflacionária. O ano terminou ainda com novo acordo junto ao FMI e IPCA quase quatro vezes acima do centro da meta.

Logo no documento que relata a reunião de julho, primeira do segundo semestre, o cenário apresentado pelo Copom trazia sérias preocupações. Ao que tudo indica, o processo de aceitação da realidade foi doloroso, porém suficiente para que não houvesse mais veleidades sobre o estado da economia brasileira:

A atividade econômica tem perdido dinamismo nos últimos meses, repercutindo a instabilidade recente e o seu impacto sobre a demanda agregada. Há indicações de que os resultados favoráveis da indústria e do comércio, observados em meses anteriores, estavam associados a fatores circunstanciais como o efeito estatístico decorrente da incidência da Semana Santa em março, e eventos como o Dia das Mães e Copa do Mundo. Informações mais recentes apontam relativa estabilidade da economia, dados os crescimentos modestos da massa de rendimentos e da demanda de crédito. Fatos, ainda circunstanciais, como a liberação dos saldos do FGTS, contrapondo-se ao ambiente financeiro incerto, podem afetar, na margem, a evolução dos indicadores do nível de atividade nos próximos meses. (BACEN, 2002)

Quanto à demanda agregada, o texto apresentou queda na produção industrial (5,1% em maio), diminuição no faturamento real do comércio varejista na Grande São Paulo (2,1% em

---

<sup>15</sup> “Estamos conscientes da gravidade da crise econômica. Para resolvê-la, o PT está disposto a dialogar com todos os segmentos da sociedade e com o próprio governo, de modo a evitar que a crise se agrave e traga mais aflição ao povo brasileiro.” (LEIA..., 2002)



junho), além de afirmar “A demanda por crédito permanece retraída, influenciada nos últimos meses pela instabilidade econômica, ao mesmo tempo em que as instituições financeiras continuam mantendo maior seletividade na oferta de recursos.” (BACEN, 2002). O desemprego manteve-se praticamente no mesmo patamar (7,7% em maio). Talvez o único resultado positivo alcançado no período tenha sido o setor externo.

Segundo o documento, até junho a balança comercial havia acumulado superávit de US\$ 2,6 bilhões, muito influenciada pela queda das importações (22,6%), já que as exportações também se retraíram (13,4%). Com relação ao ambiente internacional, destacou os sinais titubeantes da economia norte-americana. Todo esse quadro, ainda segundo texto, elevava a incerteza da economia e aumentava as taxas de juros determinadas pelo mercado financeiro:

Entretanto, a conjuntura adversa que vem sendo observada desde meados de abril, caracterizada por um aumento da incerteza em relação ao futuro do país e agravada, no último mês, pelo aumento na percepção de risco em relação à economia mundial, tem influenciado negativamente os preços de ativos em moeda estrangeira e local.” (BACEN, 2002)

Em relação aos preços administrados, ocorreu diminuição na pressão exercida sob o nível geral de preços. Mesmo assim, a ata considerava que, apesar dessa recente diminuição, o impacto inicial dos reajustes somados a inércia inflacionária vinda do ano anterior, eram suficientes para projeções que indicam um IPCA acima do centro da meta<sup>16</sup>. Cabe, agora, destacar um ponto interessante apresentando ao final do documento. Diferentemente de anteriores (e posteriores), há um pedido em seus últimos parágrafos. Identificando a incerteza quanto ao futuro do país, mais especificamente, com a política macroeconômica do governo que assumiria em janeiro de 2003, o Copom fez um apelo pela manutenção da atual política macroeconômica que, em suas próprias palavras, não possui “cunho ideológico ou partidário e representam uma condição essencial para garantir segurança econômica, crescimento e desenvolvimento” (BACEN, 2002):

O Copom tem trabalhado com um cenário básico para os próximos dezoito meses que pressupõe a manutenção de uma política macroeconômica comprometida em 2003

<sup>16</sup> “O choque dos preços administrados por contrato e monitorados reduziu-se para um valor próximo a 0,35 p.p. na medida em que a projeção para a inflação de administrados foi menor do que aquela prevista pelo coeficiente de repasse cambial, a exemplo do ocorrido em junho. A projeção de inflação para 2002 encontra-se acima do centro da meta ajustado pelo impacto do choque dos preços administrados e monitorados e pelo impacto de parte da inércia da inflação de 2001 em 2002, resultando no intervalo para a meta ajustada entre 4,0% e 4,5%. Entretanto, essa diferença entre a projeção para 2002 e esse intervalo reflete a depreciação recente da taxa de câmbio, que tende a ser temporária (pelo menos parcialmente) e, devido à sua magnitude, recomenda uma correção mais gradual dos seus efeitos inflacionários.” (BACEN, 2002)

com a responsabilidade fiscal e monetária e com o cumprimento de contratos. Essas políticas não têm cunho ideológico ou partidário e representam uma condição essencial para garantir segurança econômica, crescimento e desenvolvimento. É razoável, portanto, que se espere a sua manutenção na próxima administração, o que vem sendo sinalizado pelos principais candidatos à presidência. Esse compromisso possibilitará, se necessário, um maior apoio financeiro da comunidade internacional. (BACEN, 2002)

Considera-se que aqui se depara com a ideologia em estado puro, a ideologia “de não ter ideologia”, a ideologia da tecnicidade, do argumento neutro, da política “correta”, dos responsáveis” frente aos “lenientes” com a inflação. É somente no momento em que a ideologia é explicitamente negada, retirada do arcabouço argumentativo, que surge em forma cristalina, como exteriorização de si mesma. Nesse contexto, o trecho citado da ata de julho não poderia ser mais ideológico. Apresentava-se, na verdade, como um apelo ao futuro governo.

### **7.3.4 Segunda, terceira, quarta e quinta atas do desastre**

O documento de agosto iniciou de maneira similar ao do mês anterior, mostrando o arrefecimento da demanda agregada: “em decorrência da conjuntura adversa no mercado financeiro e das incertezas advindas do pleito eleitoral.” (BACEN, 2002). No entanto, diferente daquele, trouxe algumas informações sobre o investimento, cujo dinamismo perdia força, “resultado particularmente influenciado pela falta de dinamismo da construção civil” (BACEN, 2002). O texto, assim como julho, considerava a retração da liquidez global, principalmente pelas incertezas sobre a economia norte-americana:

Apesar da melhora recente, os mercados financeiros globais continuaram voláteis e aversos ao risco, ainda refletindo as incertezas quanto aos resultados corporativos, devido às fraudes contábeis e às falências e concordatas em grandes grupos empresariais, principalmente nos Estados Unidos. Com isso, pioraram as condições de financiamento para as economias emergentes, especialmente as da América Latina e da Turquia.” (BACEN, 2002)

O documento de setembro conserva o enfoque das atas anteriores, destacando a alta volatilidade dos mercados de fundos, associadas às incertezas da economia nacional. Contudo, referia-se com um certo alívio ao novo acordo com o FMI, citando dados mais favoráveis do varejo e do comércio exterior<sup>17</sup>. Entretanto, em outubro o cenário se deteriorou de maneira

---

<sup>17</sup> “Os indicadores econômicos relacionados à atividade varejista e ao comércio exterior recentemente divulgados mostraram-se favoráveis. Internamente, os resultados repercutem as medidas implementadas com o objetivo de normalizar o mercado de câmbio - acordo com o FMI entre outras - além de refletirem os efeitos dos

acentuada. Pela primeira vez no ano, o Copom decidiu elevar a taxa básica. A reunião do dia quatorze do referido mês foi taxativa:

Os membros do Copom enfatizaram que, apesar da importância da recente depreciação cambial para o aumento das perspectivas de inflação, a política monetária continua sendo calibrada exclusivamente para que a inflação se situe dentro da trajetória de suas metas, não visando determinar um nível para a taxa de câmbio. Isto não significa que uma reversão do excesso de depreciação cambial não tenha consequências importantes para a trajetória de inflação e, portanto, para a condução da política monetária. Evidentemente, uma apreciação cambial, que resulte de uma retomada na confiança na condução futura das políticas econômicas, reduziria as pressões sobre os preços e melhoraria as expectativas de inflação. (BACEN, 2002)

Após o avanço dos índices de preços revelarem “aumento da inflação, causado principalmente pela depreciação cambial” (BACEN, 2002), o Copom resolveu então adotar a tática já conhecida: subida súbita da taxa básica de juros. A taxa, que até outubro fixava-se a 18% a.a., passa em um só golpe para 21%. A segunda reunião de outubro, realizada nos dias 22 e 23, manteve o tom, mas decide-se pela manutenção da SELIC em 21%. No entanto, no encontro de outubro voltava-se à carga, elevando-a para 22% ao ano. O ano encerrou-se com a SELIC no patamar de 25%. O jogo em 2002 já estava jogado. A meta agora era a trajetória do IPCA do ano seguinte, 2003.

---

desembolsos extraordinários do FGTS, iniciados em junho. Em relação às vendas externas, o desempenho positivo deve ser atribuído aos estímulos cambiais.” (BACEN, 2002)

## 8 A CARTA ROUBADA, DE EDGAR ALLAN POE AO COPOM

Qual a verdade por trás das atas analisadas? O que se pode depreender dos documentos apresentados entre os anos de 1998 a 2002? Na busca por respostas, muitas ilusões pairam no ar. Em detrimento do detalhe, do aparentemente superficial, salta-se em direção às supostas profundezas do significado. Vive-se cotidianamente o engano de Zêuxis que, após ludibriar os pássaros com uvas que imitavam as reais, vê-se em triunfo. No entanto, é Parrásios que, ao pintar uma cortina, faz com que o colega solte um “Então, agora mostre o que você fez por detrás disso”<sup>1</sup>. Como escreveu Lacan, em seu *Os Quatro Conceitos Fundamentais da Psicanálise*, “Triunfo, sobre o olho, do olhar” (LACAN, 1998, p. 100).

A análise do processo histórico do período em análise não exige um longo escavar em sua procura, porém reclama observação e cuidado à pergunta que a invoca. Neste trabalho, a totalidade não apenas ressoa nos detalhes como reluz a cada novo documento. Diferentemente de outros textos governamentais, inclusive do próprio Copom, as atas tratadas até agora não procuram esconder sua real finalidade. Não se escondem por trás de palavras de efeito ou de significações vazias. Embora recorrentes em seus aspectos ideológicos, os documentos do comitê muito raramente fazem algo parecido. Em um dos poucos momentos em que isso se verificou, uma fuga explícita para o refúgio da ideologia, foi no texto da reunião dos dias 16 e 17 de julho de 2002, quando, frente às incertezas do cenário eleitoral, o colegiado fez um apelo pela manutenção da política monetária do país e do tripé macroeconômico. Ou no momento que se apresentou a rigidez do desemprego elevado como resultado da “globalização”, no relato do encontro de fevereiro de 1998.

Talvez o grande trunfo do Banco Central nesse sentido, seja justamente apresentar a ideologia, escondendo-a. Em poucos momentos, as atas tentaram ou buscaram justificar a política monetária implementada ou mesmo as razões de suas preocupações com o nível de preços, superávit primário ou câmbio. Nas vezes em que isso foi feito, apresentou-se como sem “cunho ideológico ou partidário” e “condição essencial para garantir segurança econômica, crescimento e desenvolvimento” (BACEN, 2002).

---

<sup>1</sup> “No apólogo antigo, envolvendo Zêuxis e Parrásios, o Zêuxis é ter feito uvas que atraíram os pássaros. O que é enfatizado, não é, de modo algum, o fato de que essas uvas seriam uvas perfeitas, o que se enfatiza é o fato de que se tenha enganado até o olho dos pássaros. A prova é que seu confrade Parrásios triunfa sobre ele, por ter sabido pintar sobre a parede uma cortina, uma cortina tão parecidas que Zêuxis, virando-se para ele, lhe disse – Então, agora mostre o que você fez por detrás disso. Pelo que é mostrado que se trata mesmo é de enganar o olho. Triunfo, sobre o olho, do olhar.” (LACAN, 1998, p. 100)

Em outras palavras, apareceu como algo técnico, sem arroubos ideológicos e paixões de momento. É precisamente esse elemento, sua apresentação como uma trivialidade técnica, fruto unicamente da lógica supostamente científica, que permitiu que as atas do colegiado aparecessem na forma apresentada: nítidas em seus objetivos e cristalinas nos instrumentos utilizados na aparente busca da estabilidade monetária. Assim como a carta roubada, escondida à vista de todos no próprio gabinete do ministro (POE, 1981), também as atas do Copom “escondem” a verdade sob o olhar fixo daqueles que veem. Mas por que isso ocorre? Por que a política contracionista do Plano Real, efetivada com afinco e zelo no período analisado, manteve-se mesmo com os custos que traz? De acordo com as hipóteses que norteiam esse trabalho, dois conceitos são essenciais para a compreensão do fenômeno: bloco no poder e ideologia. Afinal, a política monetária executada pelo Copom não atendia aos interesses de todos os cidadãos brasileiros, muitos menos de todas as classes sociais e suas frações. Utilizando termo já empregado por Faoro (2001), apresentam-se aqui os verdadeiros donos do poder.

## 8.1 CAPITAL FINANCEIRO E BURGUESIA INTERNA

Em reportagem do dia 30 de julho de 1997, a Folha de São Paulo noticiou a opinião de membros do setor financeiro em relação à troca efetivada dias antes na presidência do Banco Central brasileiro. A entrada de Gustavo Franco no lugar de Gustavo Loyola foi saudada pelo então presidente da Federação Brasileira das Associações de Bancos (FEBRABAN), Roberto Setúbal, além da fala fortemente otimista do então presidente do banco Pactual, Luiz César Fernandes. Em relação ao primeiro, a reportagem enfatizava:

A fase mais difícil, no entanto, já está superada, na opinião de Roberto Setúbal. “O sistema bancário foi saneado e está sólido.” Por isso, o governo estaria abrindo mão da experiência de Loyola pela visão macroeconômica e pela atuação mais política de Franco. “O Gustavo Franco é mais voltado para a formulação de políticas macroeconômicas. Possivelmente, para a etapa em que estamos é mais adequado. Além disso, é bem mais representativo em política econômica, monetária e cambial.” Como não acredita que haverá mudanças na linha de atuação do Banco Central, Setúbal prevê reação calma dos bancos à notícia. “A mudança visa continuidade da política econômica. O mercado deve receber a notícia com tranquilidade” (GARÇON; TEIXEIRA, 1997)

Realmente, não houve reclamações por parte do sistema financeiro nacional com a troca, o que explicava também a declaração efusiva dado pelo segundo quanto às perspectivas de que

o mercado “vai fazer uma excelente ‘leitura’ do episódio” (GARÇON; TEIXEIRA, 1997), após afirmar que Loyola fez um “lindo ‘gol de bicicleta’” (GARÇON; TEIXEIRA, 1997) em sua gestão<sup>2</sup>. A reportagem não deixou dúvidas quanto ao otimismo com os rumos do Banco Central, seja com base nas ações de Gustavo Loyola ou nas expectativas em torno de Gustavo Franco.

Não se podia negar a importância de Loyola para as finanças brasileiras nos últimos anos. O “lindo gol de bicicleta” do qual se referiu Fernandez tinha nome: chamava-se Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional ou, simplesmente, PROER. O programa constituiu em uma medida preventiva, após a estabilização provocada pelo Plano Real e a diminuição dos ganhos oriundos do processo inflacionário. Nesse contexto, o Banco Central, com Gustavo Loyola à frente, decidiu intervir no sistema bancário, temendo uma crise no setor. A Medida Provisória nº 1.179 e a Resolução nº 2.208, ambas de 03 de novembro de 1995, objetivavam, segundo a página da instituição na internet, “ordenar a fusão e incorporação de bancos a partir de regras ditadas pelo Banco Central.”

A partir desse novo instrumental, o Banco Central pode agir preventivamente com mais eficiência. Passa a ser possível transformar em uma exigência formal aquilo que o BC somente usava a título de sugestão. Aliás, o caráter preventivo do Proer foi ressaltado pelo presidente Gustavo Loyola em todas as oportunidades em que falou sobre o assunto. “Não estamos beneficiando o banqueiro A ou B”, disse Loyola em discurso aos membros da Associação Brasileira das Empresas de Leasing (ABEL), no dia 17/11/95, “a preocupação não é favorecer os bancos, mas preservar o sistema e a economia com um todo”. (BACEN, [2020?]).

Essa frase revela mais do que diz. Por mais que efetivamente, segundo o próprio Loyola, a medida não beneficiasse “banqueiro A ou B”, porém “o sistema e a economia como um todo”, a associação evidenciava que para o então presidente do Banco Central, ajudar o banqueiro A ou B era preservar o sistema como um todo.

Manifestava, assim, a posição privilegiada das finanças nacionais, no seio da economia brasileira, capaz de mobilizar uma quantidade considerável de recursos para fortalecimento de

---

<sup>2</sup> “Ele (FHC) já tinha afirmado diversas vezes que as políticas econômica e cambial eram dele e somente dele. Agora, está demonstrando isso, ao colocar Gustavo Franco no BC. O presidente ”matou a cobra” e mostrou o pau!” O banqueiro acredita que o mercado vai fazer uma excelente ‘leitura’ do episódio e FHC vai ganhar mais credibilidade. Fernandes disse ainda que o nome de Gustavo Franco vai trazer tranquilidade também os investidores estrangeiros. “Ele está fazendo um excelente trabalho no exterior, onde já é conhecido e respeitado. A ida dele para o BC é bastante positiva.” O presidente do Pactual disse que a saída de Gustavo Loyola é positiva para o próprio demissionário, já que estaria "saindo de cena" no melhor momento de sua carreira. “Loyola marcou um lindo 'gol de bicicleta', com a reestruturação do sistema financeiro, e pediu sua aposentadoria quando ainda está por cima”, resumiu Fernandes. Na sua opinião, o ex-presidente do BC mostrou competência ao sair “incólume” de um dos momentos mais críticos da história econômica do país, que foi a crise do sistema bancário. (GARÇON; TEIXEIRA, 1997)

sua posição. Se comparada à inexistência de uma política de combate ao desemprego e à ausência de uma política industrial para fazer frente a uma abertura comercial indiscriminada, salta aos olhos a diferença de tratamento para os tipos diferentes de capitais. Dessa forma, os que criticam a falta de políticas públicas para proteção do mercado interno, por exemplo, talvez ainda não compreendam que a ação estratégica dos governos FHC, conforme evidenciam as atas, voltava-se, basicamente, para o sistema financeiro.

Pode-se dar um passo adiante: o conjunto da política econômica, a formação e os quadros políticos alocados nos diferentes espaços de governo e as políticas de fomento e organização do mercado financeiro fazem com que surja um cenário divergente do que costumeiramente elaborado. O Proer é a ponta desse processo. É “o lindo ‘gol de bicicleta’” de Loyola, mas também de Pedro Malan, Fernando Henrique Cardoso e o núcleo do governo. Afinal, segundo as palavras do próprio Fernandez, citadas anteriormente: “Ele [FHC] já tinha afirmado diversas vezes que as políticas econômica e cambial eram dele e somente dele. Agora, está demonstrando isso [...]” (GARÇON; TEIXEIRA, 1997)

Em relação especificamente ao Proer, propunha a remodelação do sistema financeiro nacional, centralizando-o através da venda de pequenos bancos ou daqueles com uma menor capacidade de se adaptar ao novo cenário pós-Plano Real. As fusões ocorreriam com aportes do Tesouro Nacional. Bancos como Nacional, Pontual e Bamerindus perderam-se na reestruturação do programa, sendo englobados por outras instituições financeiras (O PROER..., 1996). Ao todo, o governo federal gastou mais de R\$ 20 bilhões, ou seja, cerca de 2,7% do PIB médio entre os anos de 1995 a 1997 (BACEN, 2003). Segundo reportagem da Gazeta Mercantil de outubro de 2008:

O Proer criou uma linha especial de assistência destinada a financiar as reorganizações operacionais, financeiras e societárias. Estabeleceu também que nas fusões, a instituição em crise era dividida em duas, ficando com o Banco Central os ativos de má-qualidade e os créditos com o próprio BC. O restante era vendido, ou seja, os bancos compradores assumiam os correntistas e os ativos de boa qualidade. (ALISKI, 2008)

Independente da pergunta relacionada à necessidade de esquecer ou não o que Fernando Henrique Cardoso escreveu antes de assumir a Presidência da República<sup>3</sup>, o processo mais significativo de seus dois governos estrutura-se a partir da organização e fortalecimento do

---

<sup>3</sup> “A famosa frase repetida sempre na Folha ‘esqueçam tudo o que escrevi’, jamais foi dita por mim. Até hoje, apesar do meu desafio, ninguém foi capaz de dizer a quem, quando e onde eu teria disso tal despautério.” (CARDOSO, 1994)

capital financeiro nacional, capaz agora de assumir o protagonismo no bloco de poder que se constituía. Daí advém o tom confuso das atas até a chegada de Armínio Fraga ao Banco Central.

Nesse momento, faz-se necessário um apontamento: como já afirmado no capítulo 3, este trabalho assume como um dos seus cernes na análise do período em questão, o trabalho de Armando Boito Júnior e sua hipótese de que, a partir do governo Collor, vigoraria no país “a hegemonia do grande capital financeiro internacional, junto ao qual os grandes bancos brasileiros funcionam como burguesia compradora.” (BOITO JÚNIOR, 2007, p. 60). Em outro texto, cujo tema central é a relação de classes no governo Lula, ratifica ainda essa hipótese, enfatizando que “o bloco no poder neoliberal organiza a hegemonia do conjunto da grande burguesia brasileira e do capital imperialista, mas prioriza, dentro desse campo, os interesses da fração bancária da grande burguesia brasileira e do capital financeiro internacional” (BOITO JÚNIOR, 2003, p. 12).

Contudo, a análise das atas não leva a essa linearidade associativa da existência de uma hegemonia do capital financeiro internacional, pelo menos, não em modelo estrito e de maneira tão significativa quanto a afirmação de Boito Júnior (2013) supõe. Na verdade, o processo de “combate à inflação” no Brasil construiu um movimento capaz de estruturar e fortalecer a posição do capital financeiro nacional no interior da economia brasileira, defendendo-o, inclusive, da concorrência externa. Dessa forma, uma investigação mais abrangente referente à política econômica do período, sob a luz do conteúdo das atas, traz um cenário aparentemente díspar da nítida hegemonia do capital financeiro internacional. Efetivamente, o Plano Real não traz em si discriminações quanto à nacionalidade dos capitais que ingressam na economia do país. No entanto, em perspectiva, há evidências de que serviu como instrumento em um processo de reestruturação do capital financeiro nacional.

De maneira isolada contribuiu, sobremaneira, na transformação da economia brasileira em “plataforma internacional de valorização financeira” (PAULANI, 2013). A manutenção da taxa básica de juros em patamares elevados em relação ao cenário global, garantia uma rentabilidade mínima para massa de capitais disponível, incluindo aí possibilidades de ganhos de arbitragem, dada a valorização cambial. Contudo, em paralelo a esse processo, buscou-se a reestruturação do sistema financeiro nacional, através da concentração e centralização de capitais, cujo objetivo residia no fortalecimento a posição relativa das finanças nacionais no mercado interno.

Nesse sentido, considera-se que uma leitura linear das atas do Copom leva a um cenário de hegemonia financeira “pura”, sem distinções entre suas faces nacional e internacional. No



entanto, a análise dos dados e informações disponíveis demonstra que o movimento de financeirização econômica não ocorreu sem que a burguesia financeira nacional passasse por um processo de fortalecimento. O Plano Real e a política monetária que traz consigo, bem como o Proer, surgem como evidências desse movimento.

Outra evidência de relações não tão pacíficas entre finanças internas e externas quanto sugere a análise de Boito Jr, apresenta-se no estudo dos chamados *dealers* do Banco Central. Os *dealers*, na definição do Tesouro Nacional, são “instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Os *dealers* atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais como na negociação no mercado secundário desses títulos.” (TESOURO NACIONAL, 2020). Um seleto grupo, composto atualmente por 12 instituições financeiras, que após receberem, via leilões do Banco Central, títulos da dívida pública, repassam ao mercado. Apenas essas instituições, definidas por portaria do Banco Central e editada a cada seis meses, podem participar dessa distribuição.

Nesse contexto, em 14 de julho do ano 2000, das 29 instituições com permissão para participar desses leilões, 13 eram estrangeiras ou subsidiárias de bancos estrangeiros no país. Essa proporção, entretanto, modificou-se levemente no decorrer do período em análise. À guisa de exemplo, em 10 de agosto de 2010, das 14 instituições credenciadas, 6 eram estrangeiras ou subsidiárias de bancos estrangeiros. Esse cenário evidencia que, mesmo em o capital financeiro internacional não foi capaz de desalojar os bancos nacionais em seu papel de mediação dos títulos da dívida pública federal. Apenas nesse contexto, de competição por parte do mercado interno que se compreende a frase publicada no dia 26 de março de 2001, do então presidente da Febraban, Gabriel Jorge Ferreira, de que “Os estrangeiros terão de comer muito feijão para chegar à posição de maior banco no Brasil” (FRASES, 2001). De fato, a investigação empreendida leva a conclusão de que não apenas os “estrangeiros” não conseguiram alcançar a posição elencada por Ferreira, como que tal insucesso foi fruto do empenho do então governo brasileiro em fortalecer o capital financeiro nacional.

Por outro lado, se houve atenção e esmero com os interesses das finanças nacionais, não se pode afirmar o mesmo com relação a outras frações do capital. Em oito anos de governo FHC, não se constatou sequer um esboço de política industrial. As atas revelam uma total submissão do nível de atividade econômica aos ditames do “combate à inflação”. Curiosamente, no único momento em que houve resistência ao aumento da taxa básica de juros explicitando como motivo justamente a possível queda da economia, verificava-se a aproximação da eleição

presidencial. Como já afirmado em capítulo anterior, industriais e empresários possuíam pouca interlocução com o governo. Comentou-se aqui a dificuldade do setor industrial com aquele que, pelo menos no organograma dos ministérios existentes, deveria ser um de seus interlocutores, qual seja, o ministro de Desenvolvimento, Indústria e Comércio. As dificuldades encontradas por Celso Lafer na pasta fizeram com que fosse substituído ainda em 1999. Em 19 de julho do mesmo ano assumiu Clóvis de Barros. Não durou dois meses no cargo. Tomou posse, então, Alcides Lopes Tápias<sup>4</sup> que, segundo reportagem da Folha de São Paulo do dia 07 de setembro de 1999:

É, principalmente, uma escolha para animar o empresariado. Uma boa pista sobre o que pensa o novo ministro é sua opinião a respeito da indústria nacional. No comando da Camargo Corrêa, grupo que opera nos setores de construção pesada, energia elétrica e têxtil, Tápias já disse várias vezes a amigos que o governo deveria incentivar a indústria nacional. (FRIEDLANDER, 1999)

O que surgiu como uma escolha para “animar o empresariado” permaneceu no cargo até o dia 31 de julho de 2001. Segundo colunista do próprio jornal, em 25 de julho de 2001, a queda de Tápias confirmava duas hipóteses: “[...] nenhum ministro do Desenvolvimento esquenta a cadeira e o próprio Tápias já entrou caindo. Ele assumiu em 14 de setembro de 1999. Não durou dois anos.” (CANTANHÊDE, 2001). Assumiu em seu lugar, novamente um diplomata, Sérgio Silva do Amaral. No mesmo período em que ocorre essa “dança das cadeiras” no Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, o já citado periódico cujas reportagens foram aqui apresentadas, vinculou texto em 21 de julho de 2001, com a seguinte manchete: “Semestre foi o 2º melhor do Real para bancos” (CAPARELLI, 2001).

Dessa forma, é possível afirmar que efetivamente há a construção de um bloco no poder em cujo centro encontrava-se o capital financeiro nacional, tendo sua disputa por mercados e recursos com as finanças internacionais sendo arbitradas, no que era possível, pelo governo brasileiro. Quanto ao restante da burguesia interna, como utilizado por Boito (2012), tendo em vista que o grau de financeirização das estruturas produtivas nacionais avolumou-se a partir da implementação do Plano Real, este foi alocado em posição subalterna, não participando da estratégia de longo prazo para a economia brasileira. Esse cenário alterou-se com o advento dos governos Lula.

---

<sup>4</sup> Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpd/doc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/tapias-alcides>

## 8.2 BLOCO NO PODER E IDEOLOGIA

Um dos aspectos mais utilizadas na construção desse bloco no poder protagonizado pelo capital financeiro foi a ideologia. A questão aqui é: como um bloco no poder, cuja centralidade é ocupada pelos interesses de uma fração de classe específica, instaura-se e veste-se como “vontade geral”, sendo inclusive apoiado por parcela significativa da população?

De fato, não se pode considerar que em algum momento após a implementação do Plano Real a hegemonia do capital financeiro foi colocada em xeque. As contestações oriundas de setores ligados à indústria - ou mesmo de parcelas organizadas da classe trabalhadora - em nenhum momento tomaram corpo suficiente a ponto de colocarem em risco a posição predominante das finanças. Como já citado no capítulo 6, apesar de certas posições individuais, inclusive de membros de entidades patronais, encampando a saída de Pedro Malan do Ministério da Fazenda, “[...] a Fiesp não encampa essa posição de seus dirigentes” (PIVA..., 1998).

Em outras palavras, o arranjo estabelecido pelo bloco de poder impunha limites a qualquer ação contestatória de maior vulto, principalmente vinda de outras frações da classe capitalista, como a industrial. Isso ficará mais evidente nos governos Lula, período em que ocorreu, de acordo com uma das hipóteses desse trabalho, um reposicionamento de parte da burguesia interna no bloco no poder comandado pelo capital financeiro. No entanto, a pergunta se mantém: como os interesses de uma fração específica do capital tornaram-se elementos reconhecidos como “vontade geral” de parcela substancial da população brasileira? A pesquisa empreendida, tendo as atas como objeto de análise, demonstra o papel exercido pela ideologia na aceitação geral de um determinado arranjo político.

Compreende-se neste trabalho que a ideologia se estrutura como uma crença que subjaz a práxis cotidiana, ou seja, a própria ilusão que emerge da atividade social dos seres humanos e que torna a vida dos indivíduos algo suportável ou, adotando aqui um neologismo, “vivível”, com suas regulações sociais que permitem balizar sentimentos e afetos. Nesse sentido, a anteriormente referida ausência de qualquer explicação ou motivo da adoção de determinada política econômica e a nitidez sem tréguas em afirmar, por exemplo, que “a política monetária se mostrava eficaz no controle da absorção interna” (BACEN, 1998), somente é justificado caso se considere a não necessidade de maiores explicações para o sentido da política monetária adotada.

Essa é a tônica dos documentos analisados e a ideia, a crença subjacente a essa omissão elucida-se no relato da reunião de julho de 2002, quando se afirmou que o Copom trabalha, para 2003, com a “manutenção de uma política macroeconômica comprometida [...] com a responsabilidade fiscal e monetária e com o cumprimento de contratos”, caracterizando esse conjunto de política econômica como sem “cunho ideológico ou partidário”, representando “uma condição essencial para garantir segurança econômica, crescimento e desenvolvimento”.

Em síntese, é a crença na unidimensionalidade da técnica, na sua neutralidade inerente, em seu antídoto à ideologia, que ecoa nos documentos do Copom. Contudo, não se escapa da ideologia, pelo menos não negando sua fuga diante da tecnicidade econômica. É justamente no momento em que é negada, quando sua existência se obscurece no interior da investigação, que aparece justamente em estado puro. Assim, a ideologia não aparece quando “esconde” certo aspecto do real, mas quando distorce e nega sua própria existência.

A crença que amalgama as frases empilhadas do colegiado, não se restringe às reuniões do oitavo andar da sede do Banco Central; entretanto, expressam o próprio bloco no poder do Plano Real apresentando-se como um dos seus pilares. Somente o enraizamento dessa fantasia é capaz de justificar que a produção de uma legião de desempregados seja vista como solução para um suposto perigo inflacionário. “Memória inflacionária”, apesar de ser termo bastante utilizado em ciências econômicas, serve, no contexto nacional, muito mais como mobilizador de afetos, principalmente o medo do futuro e a ansiedade com o presente. Encontram-se aqui talvez os extremos das imagens já expostas por Theodor Adorno e Max Horkheimer (1985) em *Dialética do Esclarecimento* ou pela sociedade unidimensional de Herbert Marcuse (2015). Frente ao pensamento unidimensional, não há espaço para o contraponto. Dessa forma, considera-se que a ideologia legitima a hegemonia das finanças não por seus resultados, pelos seus efeitos práticos no dia a dia dos indivíduos, mas por expor que, para além do modelo de política econômica que beneficia o capital financeiro, não existe nada ou que a obtenção de melhorias no curto prazo são apenas uma face de um longo prazo obscuro. As atas evidentemente são documentos políticos que revelam como a própria realidade pode estar inundada de ilusões, um universo ficcional que estabelece um tipo de ordem econômica, política e social específica por trás de uma estética aparentemente democrática. Marcuse, já em 1962, em seu *O Homem Unidimensional* alertava:

A sociedade reproduz a si mesma em um crescente ordenamento técnico de coisas e relações que incluiu a utilização técnica dos homens – em outras palavras, a luta pela existência e a exploração do homem e da natureza se tornaram ainda mais científicas

e racionais. O duplo significado de “racionalização” é relevante nesse contexto. A gestão científica e a divisão científica do trabalho aumentam imensamente a produtividade da empresa econômica, política e cultural. Resultado: um padrão mais alto de vida. Ao mesmo tempo e na mesma base essa empresa racional produziu um padrão de mente e comportamento que justificou e absolveu até mesmo as características mais destrutivas e opressivas dessa empresa. A racionalidade técnico-científica e a manipulação fundiram-se em novas formas de controle social. Alguém pode se contentar com a suposição de que esse efeito não-científico é o resultado de uma forma específica de *aplicação* da ciência? Penso que a direção geral na qual ela foi aplicada era inerente à ciência pura, mesmo quando não havia nenhum propósito prático, e que a questão pode ser identificada onde a Razão teórica se torna prática social. (MARCUSE, 2015, p. 155)

Em termos ideológicos, o Plano Real inaugurou no interior do debate econômico brasileiro a unidimensionalidade da técnica que suprime a economia política, além de servir como parâmetro na escolha daqueles que devem ser olvidados e os que se recaem sob o silêncio. Consequência direta da postura assumida da resposta neoliberal à inflação brasileira, interdita-se parte significativa do debate econômico nacional. O restante é “populismo”.

## **9 O REAL DO GOVERNO LULA: HEGEMONIA FINANCEIRA, COMBATE À INFLAÇÃO E SINAIS DE RETOMADA ECONÔMICA (2003 – 2005)**

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) encerrou o ano de 2002 em 12,53% (IBGE, [2020?]). Como afirmado em capítulos anteriores, muito acima do centro da meta de 3,50%. Uma das causas da aceleração inflacionária, de acordo com as atas analisadas, a desvalorização cambial se manteve. O dólar comercial para compra era cotado em US\$ 3,53 em 30 de dezembro de 2002. Iniciou o ano em US\$ 2,31. Já a taxa de desocupação do mesmo período caiu pouco em relação à 2001, atingindo a marca de 9,16% ante os 9,35% do penúltimo ano do governo Fernando Henrique Cardoso. O PIB, esse signo surpreendentemente tão importante nos estudos econômicos, subiu 3,1% no acumulado dos quatro trimestres de 2002. De maneira sucinta, esse era o cenário herdado por Lula em 1º de janeiro de 2003. Elevação do nível geral de preços, real desvalorizado, alto desemprego e expectativas deterioradas.

Nesse contexto, não surpreendeu que o discurso de posse do presidente trouxesse em seu início o semblante da “Mudança”: esta é a palavra-chave, esta foi a grande mensagem da sociedade brasileira nas eleições de outubro. A esperança, finalmente, venceu o medo e a sociedade brasileira decidiu que estava na hora de trilhar novos caminhos.” (BRASIL, 2003). De fato, mudança foi o principal mote da campanha petista, apresentando o “social como eixo do desenvolvimento” (COLIGAÇÃO LULA PRESIDENTE, 2002, p. 30). Em um tom um pouco mais assertivo do exposto na carta aos brasileiros, o programa de governo de Lula expressava a necessidade de duas rupturas:

O desenvolvimento com justiça social implica uma ruptura com duas tendências históricas da sociedade brasileira: a excessiva dependência externa e a aguda concentração de renda, que gera forte exclusão social. Por isso mesmo, a dimensão social tem de ser o eixo do desenvolvimento e não mero apêndice ou um suposto resultado natural do crescimento econômico. A recuperação da capacidade de definir e operar políticas econômicas ativas, a ampliação do mercado interno de massas, o aumento da competitividade brasileira e o impulso às exportações constituem aspectos indissociáveis do novo estilo de desenvolvimento, voltado para o fortalecimento da economia nacional. (COLIGAÇÃO LULA PRESIDENTE, 2002, p. 25)

O documento defendia ainda a promoção do emprego, a melhoria da infraestrutura econômica e social, o combate às desigualdades econômicas e o fortalecimento da economia

nacional. Entretanto, expressava também suas diferenças com o “velho desenvolvimentismo”<sup>1</sup>, trazendo como “fatores-chave”: estabilidade de preços, eficiência do sistema tributário, financiamento de longo prazo, investimento em pesquisa e desenvolvimento, educação e qualificação da força de trabalho, investimentos seletivos em infraestrutura. Quanto à inflação, a palavra apareceu cinco vezes, sendo que em quatro vinculada à necessidade de responsabilidade fiscal:

A responsabilidade fiscal e a estabilidade das contas públicas marcarão as políticas do nosso governo. Um ambiente com sólidos fundamentos macroeconômicos e com a inflação sob controle contribuirá para a queda gradativa da taxa de juros e o redirecionamento das energias do País para o investimento produtivo e o crescimento da economia. (COLIGAÇÃO LULA PRESIDENTE, 2002, p. 38)

Em outra passagem, fez alusão a continuação do sistema de metas, afirmando que somente com responsabilidade fiscal e sólidos fundamentos macroeconômicos, a estrutura base do Plano Real poderia funcionar:

Nosso governo vai criar um ambiente de estabilidade, com inflação sob controle e sólidos fundamentos macroeconômicos, para que a poupança nacional aumente e seja orientada e estimulada, através de taxas de juros civilizadas, para o investimento produtivo e o crescimento. É somente nesse cenário que a política de metas de inflação pode funcionar. (COLIGAÇÃO LULA PRESIDENTE, 2002, p. 11)

Em relação à velocidade das mudanças almejadas e prometidas, o próprio programa de governo não deixava dúvidas:

Nosso governo vai iniciar, sem atropelos, uma transição para um novo modelo de crescimento sustentável, com responsabilidade fiscal e compromisso social. Trabalhará com a noção de que só a volta do crescimento pode levar o País a contar com um equilíbrio fiscal consistente e duradouro. A estabilidade e o controle das contas públicas e da inflação são, como sempre foram, aspiração de todos os brasileiros. (COLIGAÇÃO LULA PRESIDENTE, 2002, p. 11)

O cerne que efetivamente amalgamou esse programa eclético, unindo estabilidade preços, metas de inflação e “eixo no social” era o crescimento econômico. Apenas o aumento da produção e seus efeitos na geração de emprego e renda tornaria viável crescimento com estabilidade de preços. Lembrava, com isso, a dinâmica proposta pelo Plano Trienal, elaborado

---

<sup>1</sup> “Diferentemente do velho desenvolvimentismo, esse modelo requer a configuração de um ambiente econômico que leve ao aumento constante da competitividade do País. Esta será a base para o desenvolvimento ativo de políticas industriais e para a construção de um sistema nacional de exportações competitivas.” (COLIGAÇÃO LULA PRESIDENTE, 2002, p. 35)

por Celso Furtado, então ministro do Planejamento de João Goulart, em 1963. A solução era crescer, mesmo que o momento inicial exigisse em ajuste fiscal, apenas a retomada do crescimento econômico traria respostas aos impasses da economia brasileira<sup>2</sup>.

Nesse contexto, o tom conciliador manteve-se no discurso de posse. Após expressar o desejo dos brasileiros por mudanças, Lula foi enfático ao afirmar que viriam “sem atropelos” e como resultados da “negociação”:

Vamos mudar, sim. Mudar com coragem e cuidado, humildade e ousadia, mudar tendo consciência de que a mudança é um processo gradativo e continuado, não um simples ato de vontade, não um arroubo voluntarista. Mudança por meio do diálogo e da negociação, sem atropelos ou precipitações, para que o resultado seja consistente e duradouro. (BRASIL, 2003, p. 2)

Em nenhum momento, o então presidente afastou-se de um discurso conciliador, apostando no que Singer (2012) chamou de “reformismo fraco”, fruto da negociação, do diálogo, algo que caracterizou seus dois governos. Dessa forma, pode-se considerar a “Carta ao Povo Brasileiro” como um sintoma, um momento de um processo maior, cujo início se deu na própria elaboração do programa do candidato: fomentar crescimento com distribuição de renda, sem, no entanto, mexer nas linhas centrais da estrutura macroeconômica. E foi o que de fato aconteceu. Considerando seus dois mandatos, a estratégia de governo mais se pareceu com o que se chamou, na literatura econômica, de fórmula Campos Salles – Rodrigues Alves (FONSECA, 2010), do que uma ruptura drástica ou uma simples continuidade. Nesse caso, obtém-se estabilidade para se alcançar o crescimento. Ao que tudo indicava, apresentava-se, assim, a linha mestra da estratégia lulista e, nesse cenário, não haveria mudanças essenciais na política macroeconômica. O tripé estava mantido, assim como seu baluarte no sistema de metas.

---

<sup>2</sup> “Para os elaboradores do Plano Trienal, desta forma, a crise do modelo só poderia ser superada com o aprofundamento do próprio modelo, ou seja, com a ampliação do mercado interno, através da reforma agrária e de outras políticas voltadas à redistribuição de renda. Com isso, abria-se espaço para uma tentativa de justificar e legitimar ao mesmo tempo as reformas de base e a ortodoxia da política de estabilização, já que o alcance desta se limitava ao “curto prazo”, pois incapaz de enfrentar problemas estruturais mais graves, cuja solução dependeria de reformas mais profundas. Ao delimitar o campo de impacto dos instrumentos inerentes às políticas de estabilização – como monetários, cambiais e fiscais –, subestimava-se seu alcance, mas, simultaneamente, garantia-se seu espaço. E, com isso, numa mesma tacada, os elaboradores do Plano Trienal enfrentavam com um discurso coerente a dificuldade teórica (e política) de defenderem medidas restritivas e de impacto recessivo no contexto de um plano cuja proposta maior era desenvolvimento e redistribuição de renda. Apesar de negligenciarem implicitamente os instrumentos como meios à disposição do governo para atuar na economia e alterá-la, inclusive com reflexos capazes de redirecioná-la a longo prazo, não resta dúvida de que a arquitetura desta argumentação impressiona por sua lógica interna.” (FONSECA, 2004, p. 608)



## 9.1 A POSSE DE HENRIQUE MEIRELLES NA PRESIDÊNCIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Em 3 de janeiro de 2003, tomou posse em uma cerimônia fechada (MEIRELLES, 2003), o novo presidente do Banco Central, Henrique Meirelles. Segundo reportagem do Correio Brasiliense de 2010, Meirelles era a sétima opção de Lula, então com dificuldades em formar parte do governo<sup>3</sup>. Após 28 anos no BankBoston (posteriormente FleetBoston) e eleito deputado federal pelo Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB)<sup>4</sup>, Meirelles assumiu como presidente do Banco Central brasileiro. Para tanto, renunciou ao assento na Câmara Federal e desfilou-se do PSDB.

Engenheiro de formação, Henrique Meirelles sempre esteve junto ao setor financeiro, o que se tornou um fator importante para sua condução ao Banco Central. Após especulações sobre uma possível manutenção de Armínio Fraga no governo Lula (ZANINI, 2002), Henrique Meirelles foi o nome escolhido para formar junto com Antônio Pallocci, no Ministério da Fazenda, e Guido Mantega, no Ministério do Planejamento, a equipe econômica que iniciou o primeiro ano de Lula na Presidência da República. No entanto, não sem críticas. Parte da chamada esquerda do PT contestou o nome escolhido e a política econômica realizada pelo governo<sup>5</sup>, dada sua ligação umbilical com o setor financeiro. Segundo reportagem do jornal Folha de São Paulo:

O mercado é importante e por isso o presidente do Banco Central representa muito. A minha responsabilidade é grande, não podemos falhar nessa situação econômica. A escolha do presidente do Banco Central influencia o mercado”. Foi o que disse Lula, de acordo com Wilmar Lacerda, presidente do diretório do DF. (SUWWAN, 2003)

De fato, o sistema financeiro fazia parte do arranjo que viabilizava o Plano Real. Nesse contexto, objetivava-se a continuidade da política monetária, desempenhando os juros como variável-chave. Seguindo, vê-se o modo pelo qual a nova equipe econômica superou os impasses da crise econômica de 2002.

---

<sup>3</sup> “O ex-presidente mundial do BankBoston Henrique Meirelles toma posse na Presidência do BC em meio à disparada da inflação, do câmbio e da dívida pública. Ele foi a sétima opção do presidente Lula, que teve dificuldades em convencer alguém de mercado a assumir o posto. Na primeira decisão do Copom do novo governo, em fevereiro, os juros são elevados de 25,5% para 26,5%”(CONFIRA..., 2010)

<sup>4</sup> Ver Fundação Getúlio Vargas [2020?]. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpd/doc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/meireles-henrique>

<sup>5</sup> Ver, por exemplo, “Lula vai ao PT e presta conta sobre Meirelles” (SUWWAN, 2003)

## 9.2 PRIMEIRA REUNIÃO DE MEIRELLES: ATA DE 21 E 22 DE JANEIRO

A principal preocupação do Comitê de Política Monetária no ano de 2003 foi, sem dúvidas, o combate à inflação. O controle do nível geral de preços perpassou praticamente todas as atas do ano com um afinco não visto nem mesmo nos mandatos de Fernando Henrique Cardoso. O próprio nível de atividade econômica, tão importante na busca e geração de empregos e renda, apareceu explicitamente em segundo plano. Alterou-se a estrutura da ata: tornou-se menor, mais concisa, com uma espécie de síntese em seu final, uma seção de nome “Sumário dos dados analisados pelo Copom”. Ganhou corpo ainda a última seção do documento, anteriormente chamada “Diretrizes de política monetária” cujo novo título, “Implementação da política monetária”, ressaltou seu caráter dissertativo, explicando de maneira mais pormenorizada as decisões do colegiado.

Por isso, é com nitidez que se afirmar a centralidade do combate à inflação no ano de 2003, vista pelo novo governo como “aspiração de todos os brasileiros” (COLIGAÇÃO LULA PRESIDENTE, 2002, p. 11). Os dois objetivos principais das ações do Copom no ano eram forçar a queda dos preços internos e retomar o equilíbrio do setor externo. Nesse último aspecto, ganhou força a análise dos fluxos de capitais, perdendo espaço, pelo menos no ano em voga, a balança comercial. Evidentemente que, em um contexto de valorização do real frente ao dólar, houve impactos no comércio internacional.

A primeira reunião de Meirelles como presidente do Banco Central ocorreu nos dias 21 e 22 de janeiro, em seu formato habitual: diretoria<sup>6</sup>, chefes de departamento<sup>7</sup> e assessores<sup>8</sup>. Como de costume, versou basicamente sob os números de 2002, destacando a tendência de crescimento moderado nos últimos meses do ano. Realçou também o superávit de US\$ 13,1 bilhões na balança comercial:

Em resumo, a atividade econômica continuou sendo influenciada positivamente pelo ajuste do setor externo da economia, enquanto a demanda doméstica estabilizou-se

---

<sup>6</sup> Henrique de Campos Meirelles, Beny Parnes, Carlos Eduardo de Freitas, Edison Bernardes dos Santos, Ilan Goldfajn, Luiz Fernando Figueiredo, Sérgio Darcy da Silva Alves, Tereza Cristina Grossi Togni.

<sup>7</sup> Altamir Lopes - Departamento Econômico, Carlos Yoshitaka Urata - Departamento de Operações das Reservas Internacionais, Fábila Aparecida de Carvalho - Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores, José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, Marcelo Kfoury Muinhos - Departamento de Estudos e Pesquisas, Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto.

<sup>8</sup> Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria, Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo da Diretoria, João dos Reis Borges Muniz - Assessor de Imprensa, José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria

em patamar mais elevado após o início da liberação dos recursos do FGTS. A continuidade das liberações do Fundo de Garantia, com maior intensidade no início de 2003 em conjunto com a redução da inadimplência, a quitação de dívidas observada no segundo semestre de 2002 e a melhora nas expectativas do consumidor criam perspectivas para a manutenção do consumo nos patamares atuais. (BACEN, 2003)

Em outras palavras, o crescimento de 2002 centrou-se no comércio exterior e serviços, influenciado pela desvalorização cambial verificada no decorrer do ano, mesmo diante de conjuntura de aumento das incertezas globais, tal a possível guerra no Iraque. Ainda no modelo antigo, a primeira ata de 2003, em sua última seção “Diretrizes de política monetária”:

Não obstante o recuo recente da inflação, na medida em que as taxas de inflação atingiram níveis elevados no final do ano passado, a convergência da inflação para uma trajetória compatível com as metas ajustadas depende da velocidade de queda da inflação. Nesse contexto é importante avaliar o impacto sobre a inflação dos aumentos acumulados de 7p.p. na taxa Selic ocorrida no último trimestre de 2002. O Copom entende que a manutenção da meta para a taxa Selic em 25% indicou uma projeção de inflação pouco acima da meta ajustada de 8,5% em 2003. Dessa forma, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a meta para a taxa Selic em 0,5 p.p., para 25,5% a.a. (BACEN, 2003)

Nem mesmo a percepção de melhora nos “mercados financeiros locais” foi suficiente para evitar o aperto da política monetária. Um dos pontos que mais preocupavam o Copom era o caráter inercial da inflação registrada em 2003, ainda sob os ecos dos 12,53% de IPCA do ano anterior. Essa atenção surgiu ainda na ata de fevereiro, devido à certa resiliência do nível geral de preços. No entanto, destacou-se o retorno do fluxo de capitais para a economia brasileira, cujo saldo em janeiro foi de US\$ 1,1 bilhão.

Em relação à atividade econômica, manteve-se em desaceleração, aparecendo como um dos motivos para a expectativa de inflação em queda, além evidentemente dos impactos de altas passadas da taxa básica de juros. De fato, a inflação assumiu tendência de queda a partir de janeiro. Nesse mês, segundo dados do IBGE ([2020?]), variou positivamente em 2,25%, o que explicava de maneira parcial o tom enfático em seu controle. Contudo, caiu até junho (variação mensal de -0,15%), tendo um repique em setembro (0,78%) e encerrando o ano em 9,30%. Em Carta Aberta ao ministro da Fazenda, de 21 de janeiro de 2003, o Banco Central, além de citar o que considerava os três principais fatores para o não cumprimento da meta em 2002<sup>9</sup>,

---

<sup>9</sup> “Neste sentido, o não cumprimento da meta em 2002 pode ser atribuído a três fatores: I) forte depreciação cambial; II) evolução dos preços administrados por contrato e monitorados; e III) deterioração das expectativas para a inflação.” (BACEN, 2003)

reajustou ainda o objetivo para o presente ano e o próximo, 2004, para 8,5 e 5,5%, respectivamente:

A meta ajustada para a inflação de 2003 é de 8,5%. O cálculo pressupõe que a inflação dos preços administrados seja de 14% e que um terço da inércia seja combatido neste ano. Ao longo de 2002, o Banco Central buscou neutralizar metade da inércia herdada do ano anterior. Entretanto, como a inflação de 2002 ficou 9,0 p.p. acima da meta, com a maior contribuição ocorrendo no último trimestre do ano, o impacto estimado sobre a inflação de 2003 é de 4,2 p.p., valor elevado e que justifica um combate mais gradual. Para 2004, a meta ajustada de inflação é de 5,5%, utilizando como hipóteses a inflação dos preços administrados de 7,6%. Tendo em vista a magnitude do impacto inercial da inflação de 2002 e o efeito primário do choque dos preços administrados por contrato e monitorados, a meta ajustada fica acima do limite superior de tolerância da meta pré-estabelecida pelo CMN. (BACEN, 2003a)

Mesmo assim, os 9,3% obtidos em 2003 estabeleceram-se acima da meta ajustada, porém, frente aos números de 2002, configuraram uma diminuição substancial. A percepção de queda do nível geral de preços apareceu em quase todas as atas do primeiro semestre, como março, abril e maio. Em junho, além dessa percepção, o documento associou logo em seu primeiro parágrafo, o recuo dos preços à apreciação cambial:

Os índices de preços confirmaram, em maio, que a inflação continua caindo. Os preços no atacado registraram variação negativa, influenciados principalmente pelos efeitos da recente apreciação cambial, em particular sobre os preços de bens com cotação internacional. Os preços ao consumidor também se mantiveram em desaceleração, contudo em ritmo menos intenso do que o dos preços no atacado, refletindo pressões em itens específicos.” (BACEN, 2003)

Essa talvez seja a associação mais recorrente nas atas analisadas até aqui: **câmbio e preços internos**. Como exposto no capítulo 4, essa relação é a própria base do Plano Real, por isso não causa surpresa sua frequência nos relatos das reuniões do Copom. Em sua última seção “Implementação da política monetária”, o documento apontou o que considerava como as três principais causas para a queda da inflação até o momento: dissipação dos efeitos defasados do IPCA de 2002, apreciação cambial e elevações da taxa básica de juros, comumente tratado nos relatos como “política monetária”.

Nota-se que o último aspecto, segundo o texto, tornou-se importante por afetar as expectativas dos agentes econômicos, não por seu impacto contracionista na demanda interna. Segundo dados do IBGE ([2020?]), a variação do PIB em 2003 registrou pequena variação de 1,1%. É praticamente impossível que a contração da demanda interna e o modo como alterou as expectativas de empresários e consumidores não tenha reflexos no arrefecimento no processo

inflacionário. De fato, citou-se esse ponto como um dos principais motivos para o movimento de queda nos índices de preços, conforme se pode notar no trecho abaixo:

A inflação tem apresentado trajetória declinante ao longo deste ano. Há três fatores básicos que explicam seu comportamento recente. Em primeiro lugar, as taxas de inflação ainda altas no começo do ano foram resultados dos efeitos defasados sobre os preços da forte depreciação observada no ano passado e do aumento do grau de persistência inflacionária, com uma maior proporção de agentes reajustando preços e salários com base na inflação passada. Em segundo lugar, a recente apreciação cambial tem como consequência um arrefecimento nas pressões sobre o custo das empresas e sobre os preços no atacado. Apesar de ainda existir alguma resistência a que os preços dos bens comercializáveis no varejo reflitam toda a apreciação cambial observada, os preços ao consumidor tendem a se acomodar sem pressões para novos reajustes. Em terceiro lugar, a política monetária tem contribuído para reverter as expectativas de inflação e combater as pressões inflacionárias por meio do controle do nível da demanda agregada. (BACEN, 2003)

“Controle do nível da demanda agregada” era uma frase elegante para queda no nível de atividade econômica. Mais uma vez, o Plano Real mostrou sua face.

### 9.3 O SEGUNDO SEMESTRE: INFLAÇÃO DECLINANTE E ECONOMIA NO CHÃO

Sob a luz das atas até aqui analisadas, não é possível afirmar a existência de uma descontinuidade significativa entre os primeiros seis meses do governo Lula e os últimos anos do governo Fernando Henrique Cardoso em relação à política monetária. Pelo contrário, o que se verifica é um esforço redobrado no combate à aceleração inflacionária, mencionando poucas preocupações com o nível de atividade econômica e seus reflexos na produção e o emprego. Nesse contexto, explicam-se as duas altas seguidas, nas reuniões de janeiro e fevereiro, da SELIC meta e um período sem alterações, até maio. Apenas em junho, a taxa volta a cair 0,5%.

No segundo semestre, efetivamente, houve uma queda contínua na taxa básica, encerrando o ano em 16,5%, 10 pontos percentuais do seu teto em fevereiro do mesmo ano. Durante os meses de julho a dezembro aumentaram as preocupações em relação ao desempenho da economia. Realmente, os valores anualizados da variação do PIB não eram animadores. Se o primeiro trimestre encerrou em 3,6%, os próximos apresentam quedas contínuas: 3,2%, 2,3% e, por fim, 1,1%. Verificando os dados que se apresentam de tendência de queda da produção e julgando que os resultados de uma política monetária restritiva teriam seus efeitos defasados, o comitê passou a ter olhos para a atividade econômica. Essa nova postura já apareceu na ata

de julho, momento em que surgiu explicitamente o cuidado com as variáveis que indicavam o nível de atividade:

A desaceleração na atividade econômica manteve seu curso, com redução nas vendas no varejo, aumento dos estoques e estabilidade da produção industrial. A taxa de desocupação medida pelo IBGE aumentou em maio, atingindo 12,8%. Por se basear em uma nova metodologia, a taxa de desocupação de maio não é diretamente comparável aos valores observados no mesmo mês de anos anteriores. Deve-se destacar que boa parte dos indicadores de atividade disponíveis na data da reunião do Copom reflete ainda a resposta defasada da atividade econômica aos efeitos do ambiente macroeconômico adverso prevalecente entre os últimos meses de 2002 e os primeiros meses de 2003. O Copom permanece atento à evolução do nível de atividade e avalia que o quadro de desaceleração recente tende a ser revertido a partir do segundo semestre de 2003, à medida que se consolidem os efeitos sobre a atividade da melhora significativa nos fundamentos macroeconômicos observada nos últimos meses. (BACEN, 2003)

Os indicadores de investimento também mereciam atenção, tendo em vista os resultados negativos até então apresentados, com a produção industrial registrando estabilidade. Já a indústria de transformação registrou arrefecimento, o que, segundo o texto, poderia ser efeito da apreciação cambial: “Destaque-se, porém, que esse resultado pode estar influenciado em parte pela recente apreciação cambial, que diminui a receita em moeda nacional das exportações.” (BACEN, 2003). Quanto ao setor externo, constatou-se resultado favorável na balança comercial com acréscimo das exportações acima da elevação das importações. Ainda que tenha ocorrido uma apreciação cambial nos últimos meses, os resultados positivos condizem muito mais como eco da desvalorização cambial oriunda de 2002, do que um ambiente de melhora do cenário internacional, o que efetivamente não aconteceu.

Houve realmente um movimento de elevação do valor do real frente ao dólar, passando de R\$ 3,52 em janeiro de 2003 para R\$2,88 (IPEADATA, [2020?]), em dezembro do mesmo ano, queda que pode ser considerada substancial. Nota-se que o movimento do câmbio contrastou com as definições da SELIC meta realizadas pelo Copom. Justamente quando se elevava a taxa básica, o câmbio se valorizava e, novamente, no momento que a SELIC se mantinha inalterada, como ocorreu de março a junho, a taxa cambial também apresentou relativa estabilidade. O que se vê aqui é precisamente o mecanismo base de funcionamento do Plano Real. Nesse ponto, é visível o esforço realizado pelo Banco Central para, no primeiro ano do governo Lula, fazer a economia retornar às linhas mestras do modelo. Se antes de 1999 a taxa básica de juros funcionava como atrativo de capitais externos, com o intuito de sustentar a âncora cambial, começou a exercer sua principal função sob o câmbio.

A ata de agosto permaneceu atenta ao o nível de atividade, destacando não se tratar “propriamente de um quadro recessivo” (BACEN, 2003), dado que setores como agricultura e exportações mantinham seu dinamismo. Entretanto, ao expor as perspectivas do comportamento futuro da produção, o documento demonstrou otimismo baseado nos últimos cortes na taxa básica, além da recente redução do recolhimento compulsório sob depósitos à vista, o que poderia afetar positivamente o crédito com recursos livres:

As perspectivas para o desempenho da economia no segundo semestre deste ano são melhores do que para o primeiro semestre. A atividade econômica, particularmente no último trimestre de 2003, deverá se beneficiar dos efeitos dos cortes na taxa de juros básica nas últimas três reuniões do Copom e da redução recente no recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. O aumento dos rendimentos reais, que deverá ocorrer com a queda da inflação, será um fator importante para a sustentação da retomada da atividade econômica. Tendo em vista o comportamento da economia no segundo trimestre, entretanto, o crescimento ao longo do segundo semestre se dará a partir de uma base de comparação mais deprimida do que se antecipava por ocasião da reunião de julho do Copom, contando assim com ampla margem de capacidade instalada. Isso permitirá que a recuperação ocorra de forma balanceada, com retomada do consumo e investimento e sem geração de pressões inflacionárias significativas.” (BACEN, 2003)

A visão positiva manteve-se nos documentos do colegiado até o final do ano. Em setembro, reafirmou-se que a flexibilização da política monetária, a expansão do crédito e o aumento dos rendimentos, possibilitado pela queda no nível de preços, avalizavam a perspectiva de recuperação da economia a partir do segundo semestre de 2003 (BACEN, 2003). Já o relato da reunião de outubro expôs novamente a visão de retomada da economia, citando o aumento da produção industrial em 1,5% entre os meses de julho e agosto.

De fato, o *quantum* produzido pela indústria geral iniciou movimento de elevação a partir do segundo semestre do ano, após uma linha de queda que compreende o período de outubro de 2002 a junho de 2003, informações convergentes com a análise realizada. O documento ainda expressou a perspectiva de aprofundamento desse movimento, contando, para tanto, com o aumento da massa salarial e expansão do crédito: “O saldo das operações de crédito do sistema financeiro cresceu 1,2% em setembro, refletindo acréscimo de 1% nas operações com recursos livres e de 1,9% naquelas com recursos direcionados” (BACEN, 2003)”. Os dados referentes ao crédito mostravam expansão de 1,2% em setembro e queda na taxa de desocupação de 0,1% nas principais regiões metropolitanas do país de 13% em agosto para 12,9% em setembro. Segundo dados do IBGE ([2020?]) coletados para essa pesquisa, tal taxa encerrou o ano de 2003 em 9,73% frente aos 9,16 de 2002. Dada a forte retração a partir do

segundo trimestre do ano, não surpreende que os dados de emprego tenham mostrado resultados levemente negativos. Talvez o principal fator que tenha contribuído para certo dinamismo da economia tenha sido o setor externo. Em relação a isso, a ata de outubro novamente mostrou números favoráveis:

A balança comercial apresentou superávit de US\$2,7 bilhões em setembro, totalizando US\$17,8 bilhões no período de janeiro a setembro de 2003 e US\$23,1 bilhões em doze meses, estabelecendo assim novos recordes. Considerando-se os valores médios diários, as exportações cresceram 7% em setembro e 22% no acumulado do ano, comparativamente aos valores registrados nos mesmos períodos de 2002. As importações aumentaram 10% em setembro, mas diminuíram 1,4% no acumulado do ano, também na comparação com as médias dos mesmos períodos do ano passado. Em outubro, até a terceira semana (treze dias úteis), o saldo comercial totalizou US\$1,6 bilhão, registrando-se expansão de 20,9% nas exportações e de 15,8% nas importações, comparativamente às médias observadas em outubro de 2002. (BACEN, 2003)

O colegiado destacou a variedade nos destinos das exportações brasileiras “em setembro as exportações se ampliaram para todas as regiões, exceto para a Ásia” (BACEN, 2003). Nas transações correntes, o saldo em setembro chegou aos US\$ 1,3 bilhão. A ata de novembro mostrou uma descontinuidade, já que foi a primeira na qual em sua seção final, “Implementação da política monetária”, a análise da atividade econômica possui mais corpo em paralelo às perspectivas sobre o nível geral de preços.

O comitê manteve a perspectiva de retomada econômica, com base na recuperação do consumo e, em alguma medida, do investimento. No momento em que indicou esse último item ainda fez referência à possibilidade de crescimento sem pressões inflacionárias, “forma balanceada, sem pressões inflacionárias, com aproveitamento do excesso de capacidade ociosa no período inicial e, posteriormente, com aumento da capacidade instalada.” (BACEN, 2003). Outro ponto de destaque nesse documento surgia na perspectiva de retomada do crescimento mundial, com base na recuperação das economias centrais:

Nos últimos meses, tem aumentado a probabilidade de ocorrência de um cenário de recuperação sincronizada da economia mundial, com perspectivas favoráveis para as três grandes economias: Estados Unidos (EUA), Europa e Japão. Além disso, as perspectivas de crescimento para as economias emergentes são as melhores em vários anos. O melhor desempenho da economia mundial permitirá uma combinação de condições adequadas de liquidez internacional com um aumento de demanda pelas exportações brasileiras. Dessa forma, a recuperação econômica do Brasil em 2004 poderá ocorrer sem pressões mais significativas sobre o balanço de pagamentos e, conseqüentemente, sobre a taxa de câmbio.” (BACEN, 2003)

Análise similar acontece na ata de dezembro, constatando-se mais uma vez a convergência do IPCA para a meta, a aceleração da atividade econômica, com melhoria da



produção industrial, e, do lado da demanda, puxada pelo consumo, sendo que os dados sobre investimentos “continuam surpreendendo positivamente” (BACEN, 2003) e, mais uma vez, expunham a expectativa de crescimento sem pressões inflacionárias:

O aumento do investimento reforça a expectativa do Copom de que a recuperação da economia continue ocorrendo de forma balanceada, calcada no crédito ao consumo, no aumento progressivo da renda real e na expansão da capacidade produtiva dos setores comercializáveis, cuja capacidade ociosa encontra-se em níveis baixos devido ao crescimento das exportações, de forma a atender o crescimento da demanda doméstica. (BACEN, 2003)

Novamente a balança comercial surpreendeu, com expectativas de que encerraria o ano com saldo de US\$ 24 bilhões e, de fato, segundo dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC), o saldo de 2003 chegou ao montante de US\$ 24.877 milhões, um pouco acima do previsto pelo colegiado. Com relação ao cenário internacional, o comitê ainda demonstrou preocupação com um possível aperto monetário por parte do Fed, o que poderia afetar as condições de liquidez global em 2004.

#### 9.4 O RETORNO DA APRECIÇÃO CAMBIAL

Em relatório sobre a inflação divulgado em dezembro de 1999, meses após a maxidesvalorização cambial, o Banco Central dissertava sobre os efeitos da mesma. O documento mencionava o receio dos agentes econômicos em relação à queda da cotação do real frente ao dólar norte-americano e seus efeitos inflacionários, causando um choque no plano de estabilização. Efetivamente, passava-se de uma âncora cambial com paridade fixa para um câmbio flexível e, mais que isso, para uma taxa cambial desvalorizada. O intuito do documento era acalmar os ânimos sobre uma possível volta da inflação:

Recentemente, vários meses após a introdução do novo regime cambial, voltou-se a ouvir que a inflação havia retornado. A razão estaria nos aumentos da inflação no atacado, provocados pela desvalorização do real nos últimos meses, que a distanciaram ainda mais da inflação ao consumidor, em 1999. Seria apenas uma questão de tempo para que os aumentos no atacado passassem para o varejo, ou seja, haveria inflação reprimida na economia. (BACEN, 1999a, p. 106)

Apesar de buscar imprimir tranquilidade em sua exposição, a análise reconhecia a profundidade das transformações recentes na gestão da política monetária, já que “nessa situação, a desvalorização cambial constitui-se em choque considerável sobre a economia, seja

por seu caráter inesperado, por sua magnitude, geralmente elevada, ou pelo fato de a economia perder, pelo menos temporariamente, sua âncora nominal” (BACEN, 1999a, p. 106). Deve-se lembrar que o “caráter inesperado” da desvalorização cambial foi causada pelo próprio Banco Central, ao tentar sustentar o que depois viria a se provar insustentável, qual seja, a paridade fixa com o dólar norte-americano. Nesse sentido, considera-se que o Copom não auxiliou de maneira substancial na gestão das expectativas dos agentes econômicos naquele momento, como foi visto na análise das atas de 1998 e 1999.

A exposição do documento expressa a preocupação do próprio Banco Central na relação entre desvalorização cambial e inflação. No entanto, depreende-se também que a relação contrária, apreciação cambial e controle de preços, não passava despercebida do Banco Central e, muito menos, do Comitê de Política Monetária. Assim, a utilização de uma taxa de câmbio apreciada não deixou de existir após a maxidesvalorização de 1999 ou mesmo em seguida a crise cambial de 2002. Verifica-se em 2003, o retorno da apreciação cambial como instrumento de controle de preços.

**Gráfico 1 - Taxa de Câmbio Comercial para Compra – Média  
Janeiro de 1999 a dezembro de 2010 R\$/US\$ Brasil**



Fonte: Adaptado de Ipeadata ([2020?]).

Pode-se observar que, após a crise cambial de 2002, há um longo movimento de queda da cotação do real, expressa em dólares norte-americanos, atingindo seu ponto mínimo em julho de 2008, dois meses antes da falência do banco de investimentos norte-americano Lehman Brothers. Com a crise econômica mundial, a partir desse momento, a cotação elevou-se, para logo em seguida retomar movimento de queda.

Dessa forma, retoma-se Carneiro (2017) e sua defesa de que a apreciação do câmbio através de uma âncora nominal explícita, entre 1994 a 1999, foi substituída por uma âncora implícita, a partir de 2003. A maxidesvalorização de 1999 efetivamente não extinguiu a função da taxa de câmbio como âncora cambial. Em perspectiva, pode-se afirmar que os eventos de janeiro de 1999 abriram espaço de manobra para o Banco Central, considerando principalmente a necessidade de reservas internacionais em dólar para a manutenção do câmbio fixo. No entanto, manteve-se preservada a possibilidade de apreciação cambial para controle dos preços internos.

É provável que a desvalorização cambial verificada até 2002, seja fruto da interrupção da recuperação econômica devido à crise do “apagão” e seus efeitos sobre a performance da demanda agregada, impactando no posicionamento da SELIC ao longo do período. Após a crise cambial de 2002, com o dólar norte-americano chegando perto dos R\$ 4,00, o Copom não teve dúvida no aumento da taxa básica de juros. Por um lado, mais uma vez impactava negativamente na atividade econômica. Por outro, levava à apreciação cambial e ao aumento da concorrência externa. Como bem expressa Bresser-Pereira (2005):

A elevada taxa de juros e a baixa taxa de câmbio constituem, no modelo macroeconômico brasileiro, verdadeiras armadilhas. Para o país escapar (não se sabe por quanto tempo) da armadilha do câmbio baixo, foram necessárias duas crises de balanço de pagamentos. Quanto tempo demoraremos ainda para sair da armadilha da taxa de juros? Um sinal gráfico (porque poderia ser facilmente desenhado em um gráfico) dessa armadilha está no fato de que, como em qualquer país, a taxa de juros básica varia no Brasil para cima e para baixo — é mais alta quando a economia está aquecida e mais baixa quando desaquecida —, mas, diferentemente dos demais países, essa variação ocorre em um nível muito mais alto. Não apenas mais alto do que o nível de variação que existe nos países desenvolvidos, mas também do que o nível de variação da taxa básica de juros nos países de desenvolvimento intermediário. (BRESSER-PEREIRA, 2005, p. 24)

A partir de 2003, a apreciação do câmbio como instrumento de combate à inflação retoma sua força original. As elevações da meta da taxa SELIC, decididas pelo Copom, contribuem com a queda gradativa do real frente ao dólar e, constantemente, encaminham o IPCA para o centro da meta em 2004. Retorna, com isso, a armadilha mencionada por Bresser-Pereira (2005):

Essa armadilha revela-se todas as vezes que o Banco Central decide baixar a taxa de juros de forma continuada. Ao baixar os juros, a taxa de câmbio tende a se elevar. O aumento da taxa de câmbio faz com que a inflação volte a subir, ainda que momentaneamente, para acomodar a mudança de preços relativos inerente a qualquer desvalorização real. Como a elevação dos preços ameaça a meta de inflação, a taxa de juros volta a ser elevada para combatê-la, ignorando que se trata de uma “bolha”

inflacionária causada por aumento de custos, e não do excesso de demanda. (BRESSER-PEREIRA, 2005, p. 24)

Os governos Lula demonstraram utilizar os mesmos instrumentos de política monetária dos governos Fernando Henrique Cardoso. Sem crises no cenário internacional e, aparentemente, dada a adoção da flexibilidade, sem se preocupar com uma paridade fixa, foi possível retomar o movimento de alta da taxa básica de juros e, conseqüentemente, de apreciação cambial. Considerando os números de 2002 em relação à atividade produtiva, observa-se que já se encontravam deprimidos, o que sugere que os reflexos na taxa de câmbio seriam os principais motivos para o ciclo de alta da taxa básica de juros verificada em 2003. Apresenta-se, mais uma vez, os instrumentos do Plano Real. Nesse sentido, o esforço da equipe econômica no ano de 2003 consistia em trazer a economia brasileira novamente para as linhas mestras do modelo.

#### 9.5 RECUPERAÇÃO ECONÔMICA E CONTROLE DA INFLAÇÃO: OS ANOS 2004 E 2005

Ainda nas últimas atas de 2003, o Copom captou um movimento de retomada da economia brasileira, em paralelo a uma tendência de queda do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). O cenário preponderante no início do primeiro ano do mandato do presidente Lula, de queda da produção e inflação dando sinais de manutenção em patamares elevados, cedeu espaço para um tom mais otimista, reflexo, sobretudo, dos primeiros indícios do que parecia na época uma retomada cíclica da atividade econômica.

Nesse contexto, em julho do referido ano, o colegiado ainda constatava “a desaceleração na atividade econômica manteve seu curso, com redução nas vendas no varejo, aumento dos estoques e estabilidade da produção industrial.” (BACEN, 2003). No mês seguinte o relato se manteve, afirmando, sob a luz dos dados do segundo trimestre “o nível de atividade continuou caindo no fim do segundo trimestre. A queda da produção industrial em junho acelerou-se além das previsões anteriores. As vendas no comércio varejista permaneceram em queda e o nível dos estoques na indústria ficou acima do desejado.” (BACEN, 2003).

No entanto, demonstrando sinais aparentemente contraditórios com relação ao comportamento da economia, o trecho seguinte revelava um tom mais otimista: “As perspectivas para o desempenho da economia no segundo semestre deste ano são melhores do que para o primeiro semestre.” (BACEN, 2003). Apesar disso, apenas no relato da reunião dos

dias 16 e 17 de setembro pode-se ler uma afirmação mais categórica de que “a economia começa a apresentar sinais de que esteja revertendo o processo de desaceleração observado no primeiro semestre. Como é comum em períodos de retomada de crescimento, os indicadores de atividade apresentam evidências mistas.” (BACEN, 2003), enfatizando, com isso, certa dubiedade dos dados.

Estes eram os primeiros indicadores de melhora do cenário econômico, apresentando relativa consistência a respeito de uma dinâmica econômica mais positiva. Dessa forma, pode-se esperar certa ambiguidade do colegiado em adotar uma postura mais aberta e enfática de saída da crise. A inflação ainda exigia cuidados e, de acordo com o tom efusivo ligado ao mercado externo, uma precipitação quanto à tendência de crescimento da economia brasileira poderia ser compreendida como um gesto equivocado. Evidentemente, por trás da exposição das “evidências mistas” dos dados, havia uma tentativa de coordenação das expectativas dos agentes econômicos. O foco continuava a ser o combate à elevação do nível geral de preços e o comitê não pretendia abrir brechas para dúvidas nesse sentido.

Mesmo assim, com o surgimento de novas informações corroborando uma intensificação da atividade econômica e o apaziguamento do “terror inflacionário”, no restante do ano, nos meses de outubro<sup>10</sup>, novembro<sup>11</sup> e dezembro<sup>12</sup>, a visão otimista em relação à retomada da economia brasileira aprofundava-se. Apesar dos dados do PIB trimestral não demonstrarem variações positivas substanciais, os indicadores referentes à produção industrial começavam a apresentar melhora a partir de agosto de 2003:

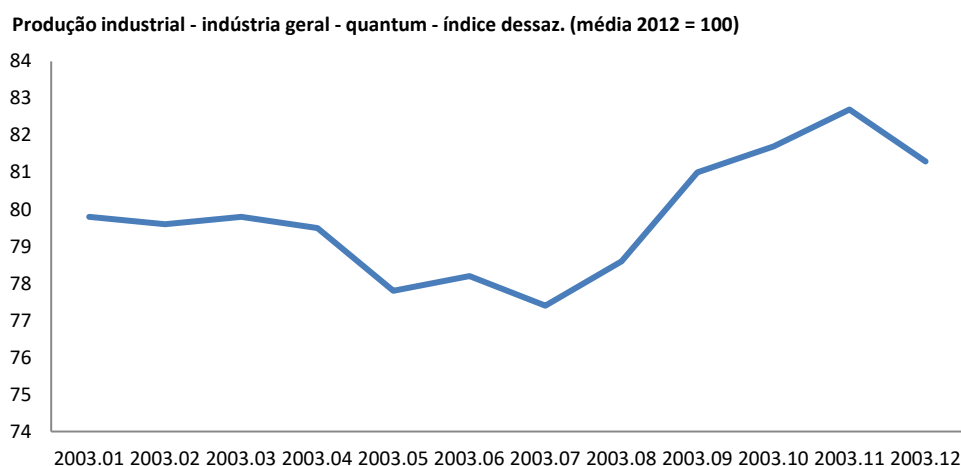
Os dados de consumo, como já referido nas próprias atas de 2003, também apresentaram números favoráveis a partir do segundo semestre e os resultados positivos da balança comercial, por sua envergadura, parecem causar surpresa ao próprio Copom, com valores que, segundo o colegiado, estabeleciam “novos recordes” (BACEN, 2003).

---

<sup>10</sup> “Os indicadores referentes ao nível de atividade divulgados desde a reunião do Copom de setembro confirmam o cenário de recuperação da economia com que o Copom vinha trabalhando nos últimos meses.” (BACEN, 2003)

<sup>11</sup> “Os indicadores referentes ao nível de atividade divulgados desde a reunião de outubro confirmam o cenário de recuperação econômica a partir do terceiro trimestre do ano, com o qual o Copom vem trabalhando nos últimos meses. Segundo a série dessazonalizada do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção industrial continua em recuperação, com crescimento acumulado de 7,0% a partir de junho.” (BACEN, 2003)

<sup>12</sup> “Em relação à atividade econômica, os dados continuam confirmando a trajetória de recuperação antecipada em Notas de reuniões anteriores do Copom. A produção industrial segue com tendência de crescimento expressivo.” (BACEN, 2003)

**Gráfico 2 - Produção Industrial – Indústria Geral – Quantum – Índice Dessazonalizado 2003**

Fonte: Adaptado de Ipeadata ([2020?]).

No segundo semestre de 2003, a economia brasileira iniciou um período de alta cíclica, puxada principalmente pelo consumo interno e exportações. Se em 2003 o PIB a preços de mercado apresentou variação positiva de apenas 1,1%, em 2004 esse valor salta para 5,8%, mantendo, em 2005 e 2006, resultados positivos, com acréscimos de 3,2% e 4,0%, respectivamente. Já o IPCA no mesmo período registrou queda, ano após ano, com variações entre os anos de 2003 a 2006 de 9,30%, 7,60%, 5,69% e 3,14%, respectivamente. Dessa forma, o ano de 2006 representou a menor variação do IPCA do governo Lula. Essa elevação cíclica da atividade produtiva, evidentemente, alterou o tom das atas do período analisado nesse capítulo. O processo inflacionário manteve-se como foco central do relato das reuniões do comitê, entretanto a análise da atividade produtiva ganhou corpo e espaço nos documentos do Copom, como se vê a seguir.

### 9.5.1 20 e 21 de janeiro de 2004

Era terça-feira e novamente o Copom reuniu-se no oitavo andar da sede do Banco Central do Brasil. Estavam presentes os membros da diretoria<sup>13</sup>, chefes de departamentos<sup>14</sup> e

<sup>13</sup> Henrique de Campos Meirelles – Presidente, Afonso Sant'Anna Bevilaqua, Alexandre Schwartzman, Antonio Gustavo Matos do Vale (somente no dia 21), Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo, João Antônio Fleury Teixeira, Luiz Augusto de Oliveira Candiota, Paulo Sérgio Cavalheiro e Sérgio Darcy da Silva Alves.

<sup>14</sup> Altamir Lopes - Departamento Econômico, Carlos Yoshitaka Urata - Departamento de Operações das Reservas Internacionais, Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima - Departamento de Operações do Mercado Aberto, José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos e José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores. Paulo Springer de Freitas - Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 21)

assessores<sup>15</sup>. Como relatado na seção anterior, temas relacionados à atividade econômica e ao setor externo, que englobavam componentes da demanda agregada como consumo, investimento e exportações, ganharam espaço nos relatos das reuniões do colegiado. Não há como negar, por exemplo, o entusiasmo com os resultados da balança comercial. Já em janeiro de 2004, afirmava-se que “como em meses anteriores, o desempenho do setor externo vem sendo extremamente favorável.” (BACEN, 2004), continuando em março, tendo em vista que “a consolidação dos dados positivos na atividade econômica continua sendo acompanhada de indicadores expressivos nas contas externas, configurando uma combinação saudável de resultados de política econômica que não se observava no país havia muitos anos.” (BACEN, 2004).

O setor externo construiu a nova tônica apreciada pelo Copom. Junto à tendência de queda da inflação e a melhoria dos dados de consumo, representavam as variáveis analisadas prioritariamente a partir de 2004. Nesse contexto, a reunião dos dias 20 e 21 de janeiro registrava apenas o começo de um movimento que durou, pelo menos, até 2006.

O documento dessa reunião iniciou apresentando o resultado consolidado do IPCA em 2003 (9,3%), destacando que o valor é “significativamente inferior às estimativas feitas por analistas no início do ano” (BACEN, 2004), cujo cálculo, segundo o texto, chegava a 12%. As maiores contribuições a variação do índice em dezembro (0,52%) foram de cigarros, vestuário e alimentos. Com relação à “Avaliação prospectiva da inflação”, o colegiado avaliou projeções sobre o preço da gasolina, energia elétrica e preços administrados.

Ao final da seção, “concluiu-se que as projeções de inflação estão abaixo da meta de 5,5% para 2004 e abaixo da meta de 4,5% para 2005.” Afirmação incorreta em ambos os casos. O IPCA de 2004 alcançou o valor de 7,60% (IBGE, [2020?]), sendo que o do ano posterior estabeleceu-se em patamar menor, porém ainda acima do centro da meta, em sua banda superior (5,69%). Somente no ano de 2006, o nível geral de preços convergiu para o centro da meta, ficando abaixo dela no referido ano, bem como em 2007. Ainda sobre os preços internos, a ata demonstrou certa ambiguidade ao analisar o comportamento futuro do IPCA, principalmente ao olhar dos números de dezembro, momento em que houve um repique, destoando da trajetória de queda do decorrer do segundo semestre de 2003. Frente a isso, duas hipóteses surgiram nas

---

<sup>15</sup> Flávio Pinheiro de Melo - Consultor da Diretoria, Helio José Ferreira - Secretário-Executivo da Diretoria, João Batista do Nascimento Magalhães - Assessor Especial do Presidente, Jocimar Nastari - Assessor de Imprensa e Katherine Hennings - Consultor da Diretoria.

projeções do colegiado: a existência de fatores sazonais para esse movimento ou a retomada de um movimento de alta dos preços:

Observado todo o conjunto de índices de inflação disponíveis, tanto ao consumidor quanto no atacado, sua maior variação em dezembro pode significar apenas um evento isolado, provocado por motivos sazonais ou extraordinários, ou prenunciar uma aceleração persistente da inflação. Se a primeira hipótese for verdadeira, a inflação retornará no médio prazo à trajetória das metas, como ocorreu em setembro. Certamente, fatores sazonais e extraordinários, como os aumentos nos preços de vestuário, ônibus urbano e cigarro, contribuíram para o resultado de dezembro. (BACEN, 2004)

Ao se investigar novamente todo o período, a primeira hipótese demonstra-se válida, pelo menos para o primeiro semestre de 2004. Contudo, apenas no relato da reunião de março apareceu de maneira nítida um arrefecimento do nível geral de preços<sup>16</sup>. Em fevereiro, o temor ainda persistia:

Os principais índices de preços apresentaram aumento da inflação entre dezembro e janeiro. A inflação de 0,76% registrada pelo IPCA foi significativamente superior às projeções do mercado feitas no final de 2003: na véspera da reunião de dezembro do Copom, a mediana das expectativas de mercado para a inflação de janeiro era de 0,60%. A inflação dos três grandes grupos do IPCA - itens comercializáveis, não comercializáveis e administrados por contrato e monitorados - manteve-se elevada e/ou aumentou em janeiro. No caso dos itens comercializáveis, o resultado de janeiro foi semelhante ao de dezembro, em torno de 0,5%. As inflações dos preços dos itens não comercializáveis e administrados por contrato e monitorados partiram de um patamar já elevado em dezembro e aumentaram cerca de 0,4p.p. em janeiro, atingindo 0,97% e 0,84%, respectivamente, o terceiro aumento mensal consecutivo de ambas as séries.” (BACEN, 2004)

Para contrabalançar as preocupações com o IPCA, a atividade econômica dava sinais alentadores ao Copom. O colegiado indicava explicitamente a hipótese de aceleração da atividade produtiva, citando, como respaldo a uma visão otimista sobre essa variável, indicadores referentes à produção industrial e ao consumo.

Diferentemente do ano anterior quando as principais variáveis apresentadas pareciam causar certa surpresa ao comitê, principalmente os referentes ao setor externo, em janeiro de 2004, a postura adotada possuía contornos mais sóbrios. Apesar de apresentar como cenário de fundo a retomada da economia brasileira, o Copom, em uma nítida tentativa de coordenação de expectativas, emitiu uma mensagem austera, afirmando que a política monetária contribuiria apenas indiretamente para a recuperação da atividade econômica. Em outras palavras, não

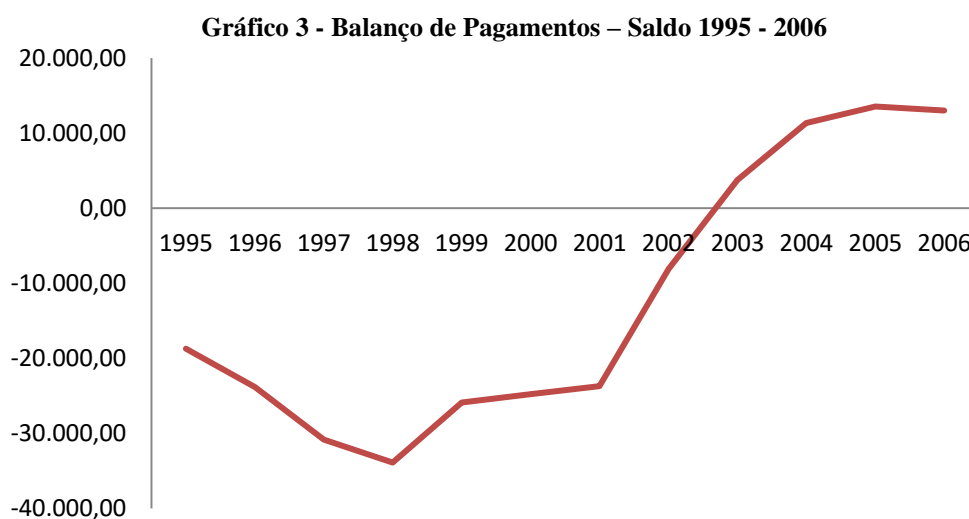
<sup>16</sup> “Em fevereiro, observou-se desaceleração dos preços, movimento que abrangeu a maior parte dos produtos no comércio varejista. Esse fato refletiu-se na evolução dos índices de preços ao consumidor e dos núcleos de inflação, que arrefeceram no mês.” (BACEN, 2004)



haveria afrouxamento da política monetária (lê-se basicamente quedas da taxa básica de juros) objetivando efeitos na economia real. O centro da ação do colegiado continuava sendo o controle dos preços internos.

O Copom reitera que a maior contribuição da política monetária à recuperação dos setores da indústria e do comércio menos sensíveis às condições de crédito deverá advir de seu impacto indireto, por meio do aumento da ocupação e da renda que é naturalmente liderado pelos setores mais sensíveis e que gradualmente se dissemina pelo restante da economia, e não diretamente de um impulso redobrado de política monetária que tenda, no curto prazo, a exacerbar as diferenças de velocidade de retomada entre setores e a dar margem a pressões inflacionárias nos setores líderes.” (BACEN, 2004)

Novamente o setor externo apresentou resultado “extremamente favorável” (BACEN, 2004), registrando superávit em transações correntes de aproximadamente US\$ 4 bilhões. De fato, o resultado pode ser considerado muito positivo. Como já muito comentado nesse trabalho, o cerne do Plano Real levava a uma tendência deficitária no comportamento do balanço de pagamentos, tanto na balança comercial quanto em transações correntes. O resultado disso era a existência de um gargalo permanente no setor externo:



Fonte: Banco Central do Brasil ([2020?]).

O gráfico acima, feito para esta pesquisa, com base em dados do próprio Banco Central, mostra nitidamente a mudança na dinâmica nas transações correntes brasileiras a partir da maxidesvalorização de 1999. Após uma série de resultados negativos, cujo fundo ecoava um déficit de quase US\$ 34 bilhões em 1998, brecha coberta por capitais externos atraídos pela alta taxa básica de juros, o ano de 2003 registrou o primeiro saldo positivo desde o início da série

aqui apresentada, em 1995. A alteração ganhou fôlego nos anos posteriores, encerrando apenas em 2008, influenciada sobremaneira pela chamada crise do *subprime* e seus efeitos sobre o mercado internacional. Havia razões de sobra para espanto do Copom.

Apresentou-se, assim, no início de 2004 um cenário no qual se encontravam perspectivas de retomada do crescimento econômico, baseado sobretudo na elevação do consumo via crédito e nos bons números verificados no setor externo, acompanhada ainda por relativa preocupação com o comportamento da inflação. Frente a isso, não por unanimidade, o Copom decidiu manter a taxa SELIC fixada em 16,5% a.a., sem viés. Formou-se maioria (oito votos), nesse momento, de que a trajetória futura dos preços poderia ser resultado de uma acomodação em níveis mais elevados:

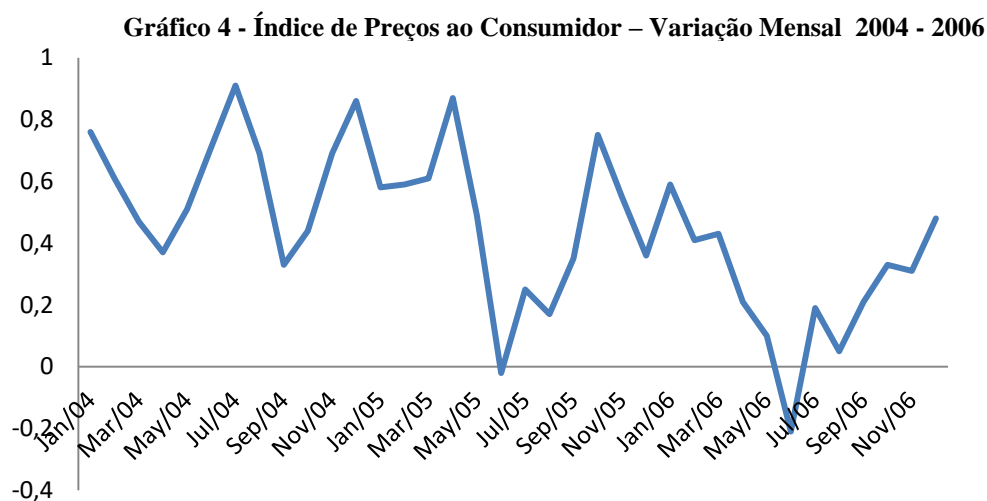
O Copom entendeu que o aumento recente da inflação e das projeções pode não representar somente um fenômeno temporário, como ocorreu em setembro de 2003, mas uma eventual acomodação da inflação em patamares mais elevados. Mesmo que o que esteja ocorrendo atualmente seja somente um episódio temporário, o aumento da inflação projetada já recomendaria cautela adicional na condução da política monetária. (BACEN, 2004)

Fundamentava-se o receio do colegiado em relação ao comportamento do nível geral de preços. O cenário aparentemente apaziguador do primeiro semestre do ano, deu lugar à inquietações advindas da trajetória do IPCA a partir do segundo trimestre de 2004. Nesse contexto, o Copom usaria a ferramenta sempre a sua disposição e, como frases anteriores anunciaram, não encontraria os mesmos receios em usá-la em detrimento da atividade econômica. Dessa forma, um novo ciclo de alta da SELIC se avizinhava e a reunião de setembro trouxe esse assunto, já tão conhecido na economia brasileira.

### **9.5.2 A trajetória da inflação nas atas de 2004 e 2005**

O próximo gráfico, construído com base nos dados do IBGE, mostra o comportamento mensal do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), entre janeiro de 2004 a dezembro de 2006. A imagem evidencia uma nítida tendência de queda nesse período, o que converge com a análise empreendida. A percepção do Copom sobre o comportamento da inflação sofreu uma alteração no relato da reunião de março, quando, pela primeira vez no ano, explicitou-se

um arrefecimento do movimento altista. Essa percepção manteve-se nas atas de abril<sup>17</sup> e maio, apresentando dissonância nos documentos de junho<sup>18</sup> e julho:



Fonte: Dados IBGE ([2020?])

Em junho, o aumento de 0,71% do IPCA, com resultado anualizado de 6,06%, como já citado. A principal contribuição individual, segundo o texto, era do preço da gasolina (0,14%). Já as variações dos preços dos alimentos contribuíram com 0,17% e o conjunto dos preços livres com 0,58%:

A inflação dos preços livres em junho foi a mais alta para esse mês nos últimos anos. Entre os meses de fevereiro e maio, os preços livres tiveram aumentos sistematicamente maiores que os preços monitorados, acumulando, no período, um aumento de 2,42%, contra 0,86% dos monitorados. Em junho, além dos preços livres (aumento de 0,58%), os preços monitorados também passaram a pressionar a inflação, com um aumento de 1,03%, impulsionado pelos reajustes do preço da gasolina, resultando em uma inflação de 0,71% para o IPCA. (BACEN, 2004)

<sup>17</sup> “A inflação mostrou desaceleração em março, confirmando as expectativas delineadas para o período. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,47% no mês, ante 0,61% em fevereiro, acumulando 1,85% no primeiro trimestre de 2004. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) acusou variação de 0,93%, comparativamente à de 1,08% no mês anterior, perfazendo 2,84% no período de janeiro a março de 2004. Esse desempenho decorreu principalmente do comportamento do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), com aumento de 1,09% no mês e de 3,3% no primeiro trimestre do ano. As variações do IPCA, IGP-DI e IPA-DI acumuladas em doze meses mantiveram em março sua tendência de queda, alcançando, na ordem, 5,89%, 4,94% e 3,59%.” (BACEN, 2004)

<sup>18</sup> “As variações dos principais índices de preços intensificaram-se em maio, refletindo pressões localizadas, advindas em boa medida do comportamento dos preços dos alimentos, com destaque para o impacto de adversidades climáticas sobre os preços dos alimentos *in natura*. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,51%, ante 0,37% em abril, acumulando 2,75% no ano, até maio. A variação do IPCA acumulada nos últimos doze meses atingiu 5,15%, o menor resultado observado desde a implantação do sistema de metas de inflação, em 1999.” (BACEN, 2004)

Um mês após expor a hipótese de “menor grau de persistência da inflação” (BACEN, 2004), o documento de julho mencionava a “deterioração das expectativas de inflação” (BACEN, 2004), basicamente pelos repiques de junho, o que aparentemente, segundo o colegiado, poderia alterar as expectativas sobre a inflação futura. No relato anterior, de junho, o comitê fez um breve parágrafo sobre o então funcionamento do sistema de metas, ressaltando a importância da percepção sobre a inflação futura na coordenação das “expectativas dos agentes privados” (BACEN, 2004):

No regime de metas para a inflação, a autoridade monetária orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, analisando diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O atual contexto de dúvidas em relação à evolução do cenário externo tem gerado uma volatilidade de curto prazo que tende a aumentar a incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, dificultando a coordenação de expectativas dos agentes privados. A alta da inflação no curto prazo, decorrente de fatores sazonais ou da volatilidade dos preços de ativos financeiros, não deve contaminar a expectativa dos agentes para horizontes mais longos. (BACEN, 2004)

O Copom buscava agir sobre as perspectivas de inflação futura, coordenando, mais uma vez, as expectativas dos agentes econômicos. A influência e ação sobre essas perspectivas encontraram-se na base do sistema de metas de inflação. Não deveria haver dúvidas de que, se necessário, o Copom usaria todos os instrumentos a seu dispor para debelar qualquer foco inflacionário da economia brasileira, mesmo que isso significasse jogar a atividade econômica na lona. Havia também incertezas quanto ao setor externo, evidenciadas nas atas de junho<sup>19</sup>, julho<sup>20</sup>, agosto<sup>21</sup> e setembro<sup>22</sup>, basicamente relacionadas ao comportamento do preço do petróleo. É justamente o documento oriundo da reunião de setembro que mostrou um impasse sobre os rumos da política monetária brasileira. Os dados positivos da produção industrial e as

---

<sup>19</sup> “O cenário externo se estabilizou em alguma medida desde a reunião de maio, mas persiste ainda um ambiente de volatilidade elevada. Embora as tensões no mercado de petróleo tenham se reduzido, ainda há incertezas em função do comportamento esperado para a taxa básica de juros norte-americana nos próximos meses.” (BACEN, 2004)

<sup>20</sup> “O cenário externo apresentou melhora desde a última reunião, embora alguma instabilidade tenha permanecido, representada principalmente pela nova alta do preço do petróleo.” (BACEN, 2004)

<sup>21</sup> “A principal preocupação no que diz respeito ao cenário internacional é a forte alta dos preços do petróleo. Seu recrudescimento recente reforça temores de que esses preços possam atingir picos mais elevados do que se contemplava até há pouco como o cenário mais provável, e de que, mesmo depois de uma eventual reversão dessas máximas, se sustentem por mais tempo em um nível acima do que vinha sendo prognosticado.” (BACEN, 2004)

<sup>22</sup> “Os preços internacionais do petróleo, por outro lado, continuam sendo fonte de preocupação. Embora tenham recuado dos recordes de alta verificados em agosto, os preços do petróleo permanecem em níveis elevados e muito sensíveis a qualquer ameaça à capacidade de fornecimento dos grandes produtores.” (BACEN, 2004)

pressões exercidas pelas incertezas do mercado externo alteraram o cenário de manutenção da taxa básica de juros:

Os membros do Copom concordaram que, mantendo-se inalterada a postura da política monetária, a forte expansão da atividade econômica não apresenta sinais de estar em processo espontâneo de acomodação para um ritmo de preenchimento do hiato do produto compatível com a convergência da inflação para sua trajetória de metas. As projeções de inflação do Comitê indicam risco em elevação de que a inflação continue se afastando dessa trajetória. Em particular, essas projeções já apontam para inflação acima dos 5,1% adotados como objetivo para 2005, sob a hipótese de que os juros básicos se mantivessem constantes em 16% ao longo do horizonte de projeção. (BACEN, 2004)

Assim, iniciou-se no mês de junho um processo gradual de elevações na taxa SELIC. A reunião de setembro fixou a taxa em 16,25% a.a., sem viés. Já na de outubro, o colegiado decidiu-se por mais 0,5 pontos percentuais, chegando a 16,75% a.a., novamente sem viés. O relato da reunião de novembro trouxe novo aumento de 0,5 p.p., fixando a SELIC em 17,25% a.a., sem viés. Mesma decisão da última reunião do ano, nos dias 14 e 15 de dezembro, com mais 0,5% à SELIC, finalizando o ano de 2004 em 17,75%.

O ciclo de alta da taxa básica de juros encerrou-se somente na reunião dos dias 14 e 15 de junho do ano seguinte, quando a taxa básica já havia alcançado o patamar de 19,75% a.a. Com duração de aproximadamente dez meses, o ciclo de alta da SELIC conduziu aos resultados esperados, levando o IPCA a patamares menores do que os registrados em 2004.

A ata de junho de 2005 citou o arrefecimento “da inflação em maio” (BACEN, 2005), trazendo agora, na seção “Avaliação prospectiva das tendências da inflação”, as projeções dos preços da gasolina e bujão de gás, perspectivas de reajustes das tarifas da energia elétrica e telefonia fixa, bem como dos preços administrados e contratos monitorados. Na seção posterior, “Implementação da política monetária”, o documento ainda fez referência ao recuo do IPCA de maio, depois de “três meses consecutivos de elevação” (BACEN, 2005):

O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros básica iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados da inflação nos primeiros meses do ano, como nas projeções de inflação realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado. (BACEN, 2005)

De fato, essa percepção fez-se presente desde os primeiros meses do ano de 2005. Em janeiro do referido ano, o documento afirmou que “Desde o início do processo de ajuste da política monetária, em setembro, houve redução na distância entre as projeções do Copom e a trajetória de metas para a inflação.” (BACEN, 2005). Já em fevereiro, na seção “Implementação

da política monetária”, apareceu a avaliação de que “Desde o início do processo de ajuste da taxa de juros, pôde-se verificar uma melhora nas projeções e expectativas de inflação, embora a inflação corrente e seus núcleos permaneçam em níveis ainda incompatíveis com as metas de médio prazo.” (BACEN, 2005).

Diagnóstico similar foi feito em março, quando afirmou-se que “os efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados mais favoráveis da inflação no início do ano como nas projeções de inflação para horizontes mais longos realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado.” (BACEN, 2005). Apresentavam-se os resultados do aperto monetário, com reflexos na atividade econômica.

## 9.6 A ATIVIDADE ECONÔMICA E SETOR EXTERNO NAS ATAS DE 2004 E 2005

Pode-se dizer que após os 12,73% registrados em 2002, sabia-se que trazer novamente a inflação para o centro da meta não seria uma tarefa fácil. A preocupação do Copom, evidenciada nas atas até aqui analisadas, deixou nítido o modo com que o colegiado elencava como sua maior prioridade ao combate ao processo inflacionário. E, de fato, o ajuste monetário registrado em duas fases (basicamente no primeiro semestre de 2003 e a partir de setembro de 2004) trouxe resultados. O IPCA dos anos de 2003, 2004 e 2005, segundo dados do IBGE ([2020?]) registrou queda contínua e gradual (9,30%, 7,60% e 5,69%, respectivamente), fazendo com que o controle do nível de preços pudesse ser feito com números mais próximos do centro da meta.

No entanto, o instrumento utilizado para o monitoramento dos preços internos era justamente a taxa básica de juros que, como já foi observado, impactava também no nível de atividade econômica. Como referido no capítulo 3, essa é a base, o cerne do Plano Real, levando a uma essência contracionista em relação à dinâmica da economia real. O colegiado não deixou dúvidas de que não afrouxaria a política monetária com vistas a beneficiar a produção e, realmente, isso não ocorreu: “Uma flexibilização excessiva da política monetária com o objetivo de impulsionar este setor específico teria somente o efeito, no curto prazo, de exacerbar as diferenças de velocidade de retomada entre setores e de dar margem a pressões inflacionárias nos setores líderes.” (BACEN, 2004).

Constatou-se a partir do segundo semestre de 2003 um movimento de retomada da atividade econômica, com reflexos na produção industrial e no comércio. Consumo das famílias e setor externo tornaram-se os pilares desse movimento. O crescimento do PIB chegou a 5,8%

em 2004 e a 3,2% em 2005, representando um cenário de bastante contraste com o crescimento dos governos Fernando Henrique Cardoso. A balança comercial passou de um saldo de cerca de US\$ 24.877 milhões em 2003 para quase US\$ 45 bilhões em 2005, um aumento de aproximadamente 80%, em apenas dois anos. Enfim, iniciou-se uma recuperação econômica que durou até a crise do *subprime* nos EUA.

O relato da reunião dos dias 17 e 18 de fevereiro emitiu sinais alentadores para a atividade produtiva e setor externo. Em consonância com os dados apresentados no segundo semestre de 2003, já analisados neste trabalho, a reunião de fevereiro manteve o cenário otimista, tendo em vista que, segundo a ata, “Os indicadores do nível de atividade continuam em linha com o cenário de recuperação da atividade econômica com o qual o Copom vem trabalhando nos últimos meses. Após sensível queda no primeiro semestre de 2003, a produção industrial apresentou forte crescimento no segundo semestre.” (BACEN, 2004), citando o bom desempenho dos bens de consumo duráveis e bens de capital. O documento ainda fez menção ao desempenho do comércio varejista e relacionou o resultado positivo à expansão do crédito. Um ponto curioso foram as manifestações do colegiado quanto à perspectiva de uma retomada mais longa da economia. Ao indicar uma queda de 1% na produção industrial de dezembro, em termos dessazonalizados, o comitê ressaltou que:

Oscilações em torno da tendência subjacente de aumento da produção são naturais em períodos de retomada da atividade econômica, sobretudo em seguida a fases de incremento acelerado e à medida que os níveis de produção se aproximam do pico prévio. Tais oscilações não devem ser precipitadamente interpretadas como sinal de esgotamento do processo de retomada, ainda mais quando se leva em conta que os efeitos do relaxamento monetário observado ao longo do segundo semestre de 2003 ainda não tiveram tempo de se manifestar em sua totalidade. (BACEN, 2004)

O mesmo ocorreu na avaliação de crescimento futuro do comércio, quando associou o aumento das vendas à elevação da massa salarial e à queda da inadimplência. Em relação ao setor externo, novamente verificou-se resultados favoráveis, com superávit, em janeiro de 2004, de cerca de US\$ 0,7 bilhões em transações correntes, porém com um leve aumento da percepção de risco, dado, principalmente, às incertezas quanto ao comportamento da taxa básica de juros da economia norte-americana. Contudo, o comitê ainda expôs um cenário alvissareiro para o setor externo brasileiro: “Mesmo assim, o cenário externo permanece bastante positivo, com perspectiva de crescimento nas principais economias mundiais, de aumento de demanda pelas exportações brasileira e de condições favoráveis de liquidez internacional.” (BACEN, 2004).

Adotou-se discurso semelhante na ata de março, indicando que:

O desempenho do produto [...] permaneceu qualitativamente em linha com o prognóstico com o qual o Copom vinha trabalhando, sobretudo no tocante ao desenrolar do ciclo econômico. Mais especificamente, a partir do segundo semestre de 2003 iniciou-se um processo de recuperação, com crescimento de 1,5% no quarto trimestre em relação ao trimestre anterior, o que equivale a uma taxa anualizada de pouco mais de 6%. Os indicadores disponíveis até o momento sugerem que a trajetória de crescimento da economia foi sustentada neste início de ano. Naturalmente, em função do crescimento expressivo no último trimestre de 2003, é provável que os dados referentes ao PIB do primeiro trimestre de 2004 indiquem algum arrefecimento cíclico da atividade. (BACEN, 2004)

Manifestando notadamente o novo cenário apresentado pela economia brasileira, combinando “dados positivos na atividade econômica” (BACEN, 2004) com “indicadores expressivos nas contas externas” (BACEN, 2004). A ata da reunião de abril elaborou relato similar, mesmo mostrando queda de 1,8% na produção industrial de fevereiro, com o setor externo despontando novamente:

As contas externas brasileiras continuam apresentando resultados positivos bastante expressivos. Em março, o saldo da balança comercial foi 73,3% superior ao do mesmo mês de 2003. No primeiro trimestre do ano, o saldo atingiu US\$6,2 bilhões, contra US\$3,8 bilhões no mesmo período do ano anterior. Apesar do crescimento da economia previsto para este ano, projeta-se um superávit para a balança comercial próximo do verificado em 2003. Em virtude desses resultados expressivos, o saldo de transações correntes continua positivo, acumulando um superávit de US\$1,7 bilhão no primeiro trimestre.” (BACEN, 2004)

Sendo assim, os documentos de maio, junho, julho e agosto demonstraram perspectivas otimistas quanto ao futuro da economia real, seja a produção industrial ou do comportamento dos dados de emprego<sup>23</sup>. Essa similaridade no discurso persistiu até setembro, momento em que surgiram as primeiras preocupações relacionadas à capacidade de absorção da demanda por parte da oferta interna<sup>24</sup> e os reflexos desse possível desajuste nos níveis de preços:

<sup>23</sup> “A aceleração do nível de atividade vem se refletindo no mercado de trabalho. Segundo o IBGE, a taxa de desemprego aberto caiu em junho pelo segundo mês consecutivo, para 11,7%. Dados de junho da CNI e da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) indicam crescimento continuado do nível de emprego na indústria de transformação. Ainda segundo essas entidades, a massa salarial continua em sua tendência ascendente, que se iniciou em fevereiro-março de 2003, acumulando no primeiro semestre de 2004, de acordo com a CNI, um crescimento real de 7,8%. O nível de emprego formal apurado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) cresceu 0,5% em junho, e no primeiro semestre houve contratações líquidas de mais de um milhão de trabalhadores.” (BACEN, 2004)

<sup>24</sup> “Com a produção industrial continuando a crescer a partir de patamares já elevados historicamente, um foco importante de preocupação da política monetária passa a ser a capacidade do setor produtivo de acomodar o prosseguimento da expansão da demanda. A Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação realizada pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) já indicava que, em julho, a indústria trabalhava com níveis relativamente reduzidos de ociosidade, sendo que em alguns setores a utilização da capacidade instalada estava bem próxima à máxima histórica. Essa informação foi corroborada por dados da CNI, segundo os quais o nível de utilização da capacidade instalada da indústria alcançou 82,8% em julho em termos dessazonalizados, recorde da série histórica.” (BACEN, 2004)



É importante esclarecer que, à medida que a capacidade ociosa vai se reduzindo, essa redução se reflete gradualmente na dinâmica dos preços, pois, mesmo quando a produção ainda está aquém do limite físico último e intransponível das instalações existentes, já começa a aumentar o custo unitário das partidas adicionais que se pretendam fabricar. Medidas emergenciais, como turnos múltiplos de produção ou importações que não seriam competitivas em condições normais de mercado, podem ser capazes de evitar o desabastecimento, mas não mitigam as pressões de custos inerentes a um nível de ocupação progressivamente mais elevado.” (BACEN, 2004)

A ata também trouxe as primeiras sinalizações de uma suposta desaceleração da atividade econômica<sup>25</sup>, com o Copom indicando que essas evidências eram normais dentro de uma dinâmica cíclica:

À medida que vai ficando para trás o impulso direto do relaxamento da política monetária, que age por intermédio das condições de crédito, e que o processo de retomada passa a sustentar-se cada vez mais em seus mecanismos de autopropagação, inclusive nos que envolvem o mercado de trabalho, é natural e saudável que, na margem, as taxas de crescimento da produção e das vendas mostrem uma certa desaceleração. É ainda mais natural e saudável que tal desaceleração aconteça quando se leva em conta que o crescimento dos últimos meses vem se dando, em média, as taxas atipicamente elevadas mesmo para etapas iniciais de um processo de retomada, e que o nível de produção agregado da indústria já alcançou e superou com folga os picos prévios da série histórica. Embora as taxas de crescimento da indústria na série dessazonalizada tenham declinado substancialmente entre maio e junho, e um pouco entre junho e julho, mesmo essa última (0,5% no mês) ainda reflete um ritmo de crescimento bastante intenso. (BACEN, 2004)

Na reunião de outubro mantiveram-se as atenções em relação à capacidade de absorção da demanda, dada o alto nível de utilização de capacidade ociosa. Nesse ínterim, a ata de outubro realizou algumas projeções sobre o comportamento de uma variável de bastante relevante que compõe a demanda agregada, qual seja, o investimento, revelando “sinais encorajadores” (BACEN, 2004). Quanto às contas externas, continuavam registrando resultados expressivos:

O setor externo mantém o seu dinamismo, com as exportações expandindo-se 33,1% no período janeiro-setembro em relação ao mesmo período do ano anterior. Na mesma base de comparação, as importações elevaram-se 29,1%, em resposta ao forte aumento na demanda doméstica. No acumulado de doze meses até setembro, o superávit comercial totalizava US\$32,1 bilhões, proporcionando saldo em transações correntes de US\$9,8 bilhões (aproximadamente 1,8% do PIB). (BACEN, 2004)

---

<sup>25</sup> “Uns poucos indicadores recentes vêm sendo interpretados como sinais de que uma desaceleração mais pronunciada já se inicia de forma espontânea, em que pesem as dificuldades sempre envolvidas em identificar, de imediato, pontos de mudança de tendência em séries normalmente voláteis como as que medem o nível de atividade. As vendas industriais sofreram em julho recuo de 0,4%, segundo dados dessazonalizados da CNI, mas para esse resultado contribuiu o impacto pontual da apreciação do câmbio sobre o valor em reais das receitas de exportação.” (BACEN, 2004)

Concernente ao comércio internacional, causou certa preocupação do colegiado o preço do petróleo. Após alta significativa no primeiro semestre de 2004 e relativo arrefecimento no início do segundo, a ata de outubro mostrou mais uma vez os receios do Copom quanto à pressões altistas em um prazo mais longo<sup>26</sup>. Apenas no primeiro semestre de 2005, diminuíram as atenções sobre a volatilidade do preço do petróleo. O último documento do ano, da reunião dos dias 14 e 15 de dezembro, já demonstrava queda nas cotações do produto: “Em um cenário mais favorável nos mercados financeiros internacionais, inclusive com quedas adicionais nos preços do petróleo, o prêmio de risco Brasil continuou em queda e o real apreciou-se em relação ao dólar.” (BACEN, 2004) Além disso, apresentou novamente as mesmas inquietações quanto a pressões de demanda sob a economia, sinalizando a necessidade de que a política monetária “permaneça especialmente vigilante em relação ao ritmo de expansão adicional da demanda” (BACEN, 2004), bem como acompanhar os indícios promissores dos investimentos, já que “consolidar essa tendência é fundamental para que a economia amplie satisfatoriamente o seu potencial de crescimento.” (BACEN, 2004). Relatou ainda melhora nos dados de emprego e no comércio varejista, entretanto houve recuo de 0,4% na produção industrial, em termos dessazonalizados, o que, segundo o documento, poderia estar associado à acomodação dos números da indústria:

Indicadores antecedentes e coincidentes para novembro sinalizam novamente a acomodação da produção industrial, com queda na série dessazonalizada. No entanto, conforme discutido em Notas de reuniões anteriores do Copom, não se pode concluir desse comportamento pontual que a produção industrial esteja revertendo sua tendência de crescimento, assim como um forte incremento isolado não pode ser considerado indicador seguro de aceleração do ritmo da produção. (BACEN, 2004)

Em síntese, novamente encontrava-se dubiedade, de acordo, no caso, dos dados apresentados em novembro. 2005 demonstrou-se que a recuperação econômica, embora em menor ritmo, se manteve.

### **9.6.1 Encerra-se ciclo de alta da SELIC: ata de 14 e 15 de junho de 2005**

A ata da reunião que ocorreu nos dias citados no título desta seção marcou o fim do segundo ciclo de alta da taxa básica de juros desde 2003. No encontro dos dias 14 e 15 de

---

<sup>26</sup> “Os preços do petróleo no mercado internacional, cuja escalada havia exibido algum arrefecimento, sofreram pressão altista adicional desde a reunião de setembro do Copom. Não só aumentaram as cotações correntes e esperadas para o curtíssimo prazo, como ganhou força a perspectiva de que os preços se sustentem em patamares bastante elevados por um período mais longo.” (BACEN, 2004)

setembro de 2004, o colegiado iniciou um movimento de alta da SELIC que durou cerca de dez meses. Naqueles dias, decidiu-se fixar a taxa em 16,25% a.a., acréscimo de 0,25% em relação ao patamar anterior, encaminhado na reunião de agosto. A partir daí, o valor da taxa elevou-se contínua e gradualmente, passando dos 16,25% ao ano para 19,75%, meta fixada na reunião dos dias 17 e 18 de maio de 2005. O ciclo encerrou-se no encontro dos dias 14 e 15 de junho do mesmo ano, quando o colegiado decidiu manter a taxa em seus 19,75% ao ano.

Como de costume, estavam presentes na reunião membros da diretoria<sup>27</sup>, chefes de departamento<sup>28</sup> e alguns assessores<sup>29</sup>. Na seção “Evolução recente da inflação”, a ata referiu-se a um arrefecimento da inflação em maio, causada basicamente pelo comportamento dos preços monitorados e dos alimentos<sup>30</sup>. O IPCA variou 0,49% em maio, o que, de fato, mostrava um movimento atenuante frente aos 0,87% de abril. Segundo os dados apresentados pelo documento, no ano a variação corresponde a 3,18% e, em termos anualizados, 8,05%. Movimento semelhante ocorreu com o IGP-DI, registrando recuo de 0,25% em maio e variação positiva de 8,36% em doze meses.

Quanto à “avaliação prospectiva das tendências da inflação” centrou-se novamente em projeções sobre o preço da gasolina, do bujão de gás, variações sobre o valor da energia elétrica e tarifas da telefonia fixa. Além disso, importante notar que uma das hipóteses que alicerçavam as projeções sobre o comportamento da inflação futura era a de cumprimento da meta de superávit primário, qual seja, 4,25% do PIB, algo que evidenciava um esforço fiscal expressivo. Em relação à atividade econômica, o documento, na seção “Implementação da política monetária”, indicou arrefecimento da trajetória de curto prazo, com a economia apresentando, segundo o texto, sinais de acomodação. Ainda de acordo com o documento, indústria e serviços apresentaram quedas de 1,0 e 0,2%, respectivamente. Mesmo assim, a produção industrial

---

<sup>27</sup> Henrique de Campos Meirelles – Presidente, Afonso Sant’Anna Bevilaqua, Alexandre Antonio Tombini, Alexandre Schwartzman, Antonio Gustavo Matos do Vale, João Antônio Fleury Teixeira, Paulo Sérgio Cavalheiro, Rodrigo Telles da Rocha Azevedo e Sérgio Darcy da Silva Alves.

<sup>28</sup> Altamir Lopes – Departamento Econômico, Carlos Fernando de Barros Serrão – Departamento de Operações do Mercado Aberto, José Antônio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, José Pedro Ramos Fachada – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores, Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas e Renato Jansson Rosek – Departamento de Operações das Reservas Internacionais.

<sup>29</sup> Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria, Flavio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria, Katherine Hennings – Consultora da Diretoria, João Batista Nascimento Magalhães – Assessor Especial do Presidente e Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa.

<sup>30</sup> “Os índices de preços ao consumidor mostraram arrefecimento da inflação em maio, influenciados, principalmente, pela desaceleração dos preços monitorados e dos alimentos. No atacado, os índices registraram variação negativa no mês, refletindo a continuidade da queda dos preços agrícolas, acompanhada pelos preços industriais, que também recuaram, porém com menor intensidade.” (BACEN, 2005)

manteve-se próximo a sua máxima histórica: “A produção industrial se manteve estável em abril, em termos dessazonalizados, segundo o IBGE. Esse resultado manteve a produção industrial em nível próximo ao seu máximo histórico, atingido em dezembro do ano passado.” (BACEN, 2005)

Já o comércio varejista apresentou recuo de 0,2% em abril, em consonância com o movimento geral da economia. Mesmo com a aparente perda de dinamismo econômico, o mercado de trabalho mostrou-se estável, registrando taxa de desocupação de 10,8% em abril. A única variável que evidenciou um crescimento expressivo foram as contas externas, mantendo os saldos registrados nos últimos meses. Em vista disso, frente a um processo que combinava, no período analisado, arrefecimento do nível geral de preços, bem como de acomodação da produção em um patamar elevado, porém com acréscimos menores, o colegiado decidiu interromper o então ciclo de alta e manter a SELIC em seus 19,75% ao ano, sem indicação de viés.

#### **9.6.2 Inicia-se ciclo de baixa da SELIC: ata de 13 e 14 de setembro de 2005**

Se a reunião de junho encerrou um ciclo de alta da SELIC, a de setembro iniciou um movimento de baixa que perdurará pelo restante de 2005. O clima geral de contenção do processo inflacionário, assim como de acomodação da atividade econômica manteve-se no decorrer do ano, o que explica a decisão do Copom em relação à necessidade de queda da taxa básica de juros. Com efeito, o documento expôs logo em seu primeiro parágrafo uma frase taxativa quanto ao comportamento da inflação nos últimos meses, assumindo que “A variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em agosto confirmou as expectativas de continuidade do processo de acomodação da inflação em níveis inferiores aos verificados nos meses iniciais de 2005.” (BACEN, 2005). Para tanto, segundo o texto, participação central teve o comportamento dos preços dos alimentos.

Quanto à atividade produtiva, os números voltaram a mostrar alguma aceleração, com destaque para a formação bruta de capital fixo que, após dois trimestres de queda, avançou 4,5%. Já o mercado de trabalho permaneceu com resultados favoráveis, obtendo taxa de desocupação em julho, segundo a ata, de 9,4%, a menor da série que inicia em outubro de 2001. O setor externo também apresentou resultados positivos, porém o documento do Copom frisou o aumento da volatilidade dos mercados financeiros, assim como demonstrou certa

preocupação com o comportamento dos preços do petróleo. Nesse contexto, o colegiado decidiu, por unanimidade, reduzir a meta SELIC para 19,50%:

O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que os resultados recentes da inflação, bem como as projeções de inflação realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado, sugerem que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a postura de política monetária adotada desde setembro de 2004 tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos. (BACEN, 2005)

A partir do segundo semestre de 2003, alterou-se a dinâmica da economia brasileira. 2006 foi mais um ano de intensificação da atividade econômica e de inflação moderada, fixando-se abaixo do centro da meta pela primeira vez desde o advento do sistema de metas de inflação. Com um IPCA de 3,14% e um crescimento do produto de 4,0%, 2006 apresentou-se como um ano de continuidade nos resultados econômicos positivos, porém que trará algumas novidades quanto à política econômica. 2006 foi o ano do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).

## 9.7 CONSTRUÇÃO CIVIL E AGRONEGÓCIO NAS ATAS DE 2004 E 2005

Além da produção industrial que, segundo as atas de 2004 e segundo semestre de 2005, começava aos poucos um processo de recuperação, outros dois setores despontavam em suas trajetórias no primeiro governo Lula, quais sejam, construção civil e agronegócio. De fato, o agronegócio possuiu relevância ímpar nos resultados positivos do setor externo, como exposto por Maranhão e Filho (2017).

O impacto nas exportações contribuiu fortemente para *superávits* verificados a partir de 2001. Nesse sentido, mesmo em um cenário de retorno da apreciação cambial, sua posição no mercado internacional consolidou-se, conforme o trabalho citado, influenciado pelo aumento do comércio mundial na primeira década dos anos 2000, bem como pela intensificação da demanda chinesa em relação aos produtos agrícolas brasileiros. Assim, tem-se na ata de maio de 2003: “Se, por um lado, a indústria manufatureira apresenta desaceleração, por outro a indústria extrativa mineral, o agronegócio e setores de produção de bens comercializáveis se mantêm aquecidos.” (BACEN, 2003). Entretanto, causa surpresa ser a única menção ao setor no decorrer de todo o ano.

Constata-se cenário diverso para a construção civil. Aos dados favoráveis do agronegócio em 2003, contrapunha-se a retração verificada no referido setor. Assim, na mesma reunião de maio “O produto da construção civil, segmento que participa com mais de 60% da formação bruta de capital fixo, retraiu-se em 2,1% comparativamente ao primeiro trimestre do ano anterior.” (BACEN, 2003). Mantém-se essa perspectiva nas reuniões de setembro<sup>31</sup> e outubro<sup>32</sup>.

Dados da Pesquisa Anual da Indústria da Construção, realizada pelo IBGE, indicaram uma queda de 4,0%, em termos nominais, nas obras executadas em 2003 frente aos números de 2002:

[...] em termos nominais, o setor registou queda de 4,0% no valor das construções executadas entre os anos de 2002 e de 2003. Deflacionado pelo Índice Nacional da Construção Civil - INCC10, esse valor representa um recuo de 17,8%. O valor das construções executadas para entidades públicas mostrou retração bem mais acentuada nesse período, com queda nominal de 17,7%, o que implicou redução real de 29,5% do valor das obras contratadas por entidades públicas às empresas do setor em 2003 [...] (IBGE, 2003a, p. 25)

Os relatos das reuniões convergem para os dados sobre a situação da construção civil no período. O mesmo documento do IBGE faz alusão aos impactos restritivos da adoção da política de superávit primários, bem como as elevações da SELIC no ambiente macroeconômico, impactando no nível de atividade do setor.

O cenário modificou-se em 2004, quando o segmento expandiu em 24,8% as construções executadas, “um incremento real de 12,2%” (IBGE, 2004, p. 25). Na ata de maio de 2004, lê-se: “Em relação aos investimentos, houve em março recuperação da produção doméstica de bens de capital e de insumos da construção civil, acumulando, no primeiro trimestre, acréscimos respectivos de 20,9% e 0,5%, comparativamente ao observado no mesmo período de 2003.” (BACEN, 2004). Já em junho: “A produção doméstica de bens de capital e de insumos da construção civil acumulou, no primeiro quadrimestre de 2004, crescimentos respectivos de 21,5% e 1,6%, em relação ao mesmo período de 2003, evidenciando a

---

<sup>31</sup> “O volume de vendas no varejo e o nível de ocupação ficaram praticamente estáveis entre junho e julho, enquanto houve queda na utilização da capacidade instalada e na absorção de bens de capital e de insumos da construção civil.” (BACEN, 2003)

<sup>32</sup> “A produção de insumos da construção civil caiu 1,3% em agosto, ante a de julho, na série dessazonalizada, e acumulou retração de 8% no ano, até agosto.” (BACEN, 2003)

continuidade da recuperação dos investimentos iniciada no segundo semestre de 2003.” (BACEN, 2004). Relatos que prosseguem nos meses de julho<sup>33</sup>, agosto<sup>34</sup> e setembro<sup>35</sup>.

Os resultados de 2005 apresentavam relativa deterioração em relação a 2004, fruto, segundo a pesquisa daquele ano, de novas elevações da taxa básica de juros, argumento condizente com a análise empreendida, constatando um movimento de retomada a partir do segundo semestre:

O desempenho da economia brasileira, em 2005, refletiu o contexto de uma política monetária contracionista, direcionada para manter a estabilidade dos preços. A taxa básica de juros (Selic) passou de 16,0%, em agosto de 2004, para 19,8%, em maio de 2005, ficou estável até agosto e, após sucessivas quedas, fechou o ano em 18,0%. (IBGE, 2005, p. 25)

Assim, evidencia-se o arrefecimento da atividade do setor já na ata de fevereiro<sup>36</sup>, intensificando nos relatos de maio<sup>37</sup>, setembro<sup>38</sup> e dezembro<sup>39</sup>. Segundo dados do IBGE, a queda real no foi de 5,4%. No entanto, em 2006, crescimento teve variação positiva de 4,6%.

Em relação ao agronegócio, há uma curiosidade na investigação das atas. Além da citada referência nos relatos de 2003, posteriormente, em que pese o aumento no número de menções, todas se relacionam indiretamente ao segmento, como por exemplo, verifica-se na ata de julho, em que se lê:

A produção industrial no período de janeiro a maio de 2004 aumentou 6,5%, comparativamente à do mesmo período de 2003, com expansão produtiva em 22 dos 26 setores pesquisados e em todas as categorias de uso, com destaque para os segmentos que têm se beneficiado do desempenho favorável das exportações, do agronegócio e da expansão do crédito. (BACEN, 2004)

<sup>33</sup> “Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a maio ratificaram a recuperação da produção doméstica de bens de capital e de insumos da construção civil, acumulando, no período de janeiro a maio, acréscimos respectivos de 22,5% e 1,8%, comparativamente aos níveis observados no mesmo período de 2003.” (BACEN, 2004)

<sup>34</sup> “A produção de insumos típicos da construção civil – *proxy* desse componente da formação bruta de capital – cresceu 3,4% no primeiro semestre do ano.” (BACEN, 2004)

<sup>35</sup> “Em julho, a produção de insumos da construção civil registrou crescimento pelo quinto mês consecutivo, com acréscimo dessazonalizado de 1,6% ante a produção observada no mês anterior. Nos sete primeiros meses do ano, esse indicador mostrou expansão de 4,6% em relação a igual período de 2003.” (BACEN, 2004)

<sup>36</sup> “O crescimento da produção de bens intermediários foi inferior ao da média da indústria, em decorrência das menores taxas de expansão da produção de insumos da construção civil, 5,7%, e de embalagens, 2,9%, além da queda de 3,8% na produção do subsetor combustíveis e lubrificantes básicos (petróleo e gás natural).” (BACEN, 2005)

<sup>37</sup> “Em relação aos indicadores de investimento, a produção de insumos da construção civil, a fabricação doméstica de bens de capital e as importações desses bens aumentaram, respectivamente, 0,8%, 5,4% e 0,8% em março, comparativamente ao mês anterior, após ajuste sazonal.” (BACEN, 2005)

<sup>38</sup> “A produção de insumos da construção civil recuou 3,5%, também considerada a série dessazonalizada.” (BACEN, 2005)

<sup>39</sup> “Em relação aos indicadores de investimento, a produção doméstica de bens de capital e a fabricação de insumos da construção civil recuaram 3,9% e 1,2%, respectivamente, em outubro, em comparação aos níveis observados no mês anterior, após ajuste sazonal.” (BACEN, 2005)

No entanto, o comitê fez referências aos investimentos no “setor agropecuário”, realçando a magnitude do crescimento verificado, como, por exemplo, novamente na ata de maio: “Os desembolsos para o setor industrial, representando cerca de 46% do total, aumentaram 74,5% na mesma base de comparação, enquanto os direcionados para o setor agropecuário evoluíram 157,2% e para os segmentos de comércio e serviços cresceram 51,1%.” (BACEN, 2004), ou mesmo junho e julho.

Dessa forma, depreende-se que o Copom reconhecia o “desempenho favorável” do agronegócio. Entretanto, a falta dos termos “agronegócio”, as menções padronizadas e sumárias em relação aos desembolsos da “produção agropecuária”, indicam uma análise pouco pormenorizada do Copom. Além disso, apesar de referir-se aos “preços agrícolas” e seus impactos nos índices de preços, não há palavras sobre seu montante ou seus reflexos nas exportações.

Esse quadro altera-se levemente nas atas de 2005, momento em que aparecem menções à “agropecuária”, como em junho:

A acomodação observada a partir do último trimestre de 2004 se verifica após um período de crescimento acelerado da economia no qual foi atingido um nível de atividade historicamente elevado. O crescimento foi sustentado pelo setor de agropecuária que registrou, na mesma base de comparação, expansão de 2,6% [...] (BACEN, 2005)

Os trechos referem-se à análise do PIB e sua decomposição nos variados setores, assim como ocorreu em setembro<sup>40</sup>. As outras referências à agropecuária relacionavam-se ao impacto dos produtos agropecuários nos índices de preços, citando apenas os reflexos do comportamento dos preços agrícolas no nível geral de preços.

Mesmo com o parco material (apenas indicações de variáveis) citado pelas atas sobre os dois setores, é inegável a importância de ambos para o processo de retomada econômica, surgindo como dois vetores desse movimento. Se um era abastecido pelo aumento dos investimentos, outro tinha as exportações seu principal resultado.

As avaliações do Copom, em sua maioria, recaem sobre os grandes agregados econômicos, cuja expressão aparece em termos como “atividade econômica”, “atividade

---

<sup>40</sup>“Os três setores foram positivamente afetados, em especial a indústria, que cresceu 3,0% na comparação com o primeiro trimestre, com serviços e agropecuária sendo contemplados, respectivamente, com taxas de 1,2% e 1,1%.” (BACEN, 2005)



produtiva” e “produção industrial”. A decomposição desses dados ocorre apenas na segunda parte das atas, espaço descritivo e que prioriza a exposição de informações quantitativas. Dessa forma, explica-se, pelo menos em parte, as pouco frequentes referências a esses dois setores, sem descrever, de maneira pormenorizada, a influência que exercem no comportamento do conjunto da economia brasileira. No entanto, cabe ressaltar que mesmo as poucas menções convergem com a hipótese de retomada econômica a partir do biênio de 2004 e 2005.

Portanto, considerando que ambos os setores compõem a chamada burguesia interna de Boito Júnior (2012), pode-se vislumbrar que, efetivamente, apresentaram crescimento a partir de 2004 e segundo semestre de 2005, momento em que se encerrou mais um movimento de alta da taxa SELIC. A análise das atas considera, junto com produção industrial e serviços, fazem parte dos segmentos que destoaram durante o processo de retomada econômica dos governos Lula.

## 9.8 O SETOR DE SERVIÇOS NAS ATAS DE 2004 E 2005

Durante a segunda década do século XXI, consolidou-se a visão da importância do setor de serviços para o chamado lulismo, apresentando-se como um dos setores mais dinâmicos da economia brasileira desde então, com influências no emprego e na renda da população em geral. Análises como a de Pochmann (2012), Souza (2010) e Neri (2011), apesar de enfoques e arcabouços metodológicos diferentes, buscam analisar o processo econômico e social brasileiro, tendo o setor de serviços como um de seus vetores mais relevantes. Seja a “nova classe trabalhadora”, a “nova classe média”, ou mesmo os “batalhadores”, os efeitos de um crescimento com base no referido setor alteraram os cenários econômico e social brasileiros.

Esse contexto não passou despercebido ao Copom. No entanto, como ocorreu nas análises sobre o agronegócio, as avaliações sobre o setor eram relativamente escassas e apresentavam-se, em sua grande parte, na relação de variáveis. Dessa forma, nos mesmos trechos já citados sobre os investimentos no segmento agropecuário, constataram-se breves exposições sobre os desembolsos do setor de serviços.

Em 2005, verifica-se o aumento do número de referências ao segmento, demonstrando seu relativo crescimento. Assim, na ata de setembro, já citada referente à “agropecuária”, lê-se: “Os três setores foram positivamente afetados, em especial a indústria, que cresceu 3,0% na comparação com o primeiro trimestre, com serviços e agropecuária sendo contemplados, respectivamente, com taxas de 1,2% e 1,1%.” (BACEN, 2005) ou, em dezembro “Pela ótica da

oferta, registraram-se quedas de 3,4% na agropecuária, 1,2% na indústria e 0,03% no setor de serviços, em relação aos níveis do segundo trimestre, na série dessazonalizada.” (BACEN, 2005).

O maior número de menções, entretanto, ainda fazia referências a possíveis pressões inflacionárias e à necessidade de maior oferta de “bens e serviços” e seus reflexos no nível geral de preços. Contudo, assim como surpreendem as poucas menções sobre o agronegócio, também o setor de serviços parece não possuir o espaço nos relatos das reuniões do comitê proporcional a sua importância crescente na dinâmica econômica brasileira. Entre 2004 e 2005, justamente o momento em que a pesquisa aqui realizada encontra uma inflexão do movimento da economia brasileira, identificando o início de um processo de retomada econômica, não se verificam registros das atenções do Copom para este setor. Nas atas, em nenhum momento, realçou-se seu desempenho como vetor de uma dinâmica geral da economia do país.

A análise leva a crer situação semelhante à constatada em relação ao agronegócio e construção civil, com menções pouco frequentes e vinculadas às variáveis expostas na segunda parte das atas, sem, entretanto, avaliações detalhadas sobre seus impactos na dinâmica econômica.

## 9.9 A CHINA E O BOOM DE COMMODITIES

Nas atas do Copom de 1998, constatam-se quatro menções à China durante todo o ano. Já em 1999, esse número cai para duas citações, apenas maior que as referências durante o ano 2000, período em que a China não aparece em nenhuma das atas analisadas. A partir desse ponto, o cenário se altera. Em 2003, passa-se para onze menções ao país asiático, treze em 2004 e dezessete, em 2005. Encontra-se número maior apenas no ano de 2010, com 23 referências. Dessa forma, verifica-se que as citações ao país asiático cresceram no decorrer da primeira década do ano 2000. O *boom* de *commodities*, respaldado pelo crescimento da economia chinesa, não passou despercebido pelo Comitê de Política Monetária.

Em 1998, as principais menções à economia chinesa convergem para o cenário de crise asiática<sup>41</sup> e ao setor externo<sup>42</sup>, considerando que o mercado chinês paulatinamente ia se

<sup>41</sup> “A expectativa de agravamento da crise econômica por que passam os países do Oriente, consideradas as situações do Japão e da China, em particular, e mais recentemente da Rússia, e a divulgação de pesquisas de intenção de voto na próxima eleição presidencial foram os eventos que mereceram destaque durante o período em questão.” (BACEN, 1998)

<sup>42</sup> “As exportações de produtos básicos, no comparativo de janeiro a julho de 1998, relativamente ao mesmo período do ano precedente, mantiveram a tendência de queda na taxa de crescimento, ao registrar redução de 12,8% nas receitas. Observou-se, também, redução no volume de soja em grão (-20,5%) e de farelo (-38,1%)

tornando um mercado importante para os produtos brasileiros. Já em 1999, a primeira das duas referências encontra-se na seção sobre balanço de pagamentos da ata da reunião de março<sup>43</sup>, a segunda na seção sobre ambiente externo da ata de julho<sup>44</sup>. No entanto, as citações de ambos os anos não atribuem ao crescimento chinês à expansão das exportações domésticas ou, pelo menos, essa vinculação não é direta. Esse panorama modifica-se no ano de 2003.

A primeira citação à China pelo Copom ocorreu na ata da reunião de março, quando afirma que o aumento das exportações brasileiras decorreu “principalmente do crescimento contínuo das vendas para os Estados Unidos e para a China e da recuperação dos negócios com a Argentina” (BACEN, 2003). Além disso, outro fator que contribuiu no aumento das citações ao país asiático referia-se à epidemia de Sars “que deverá afetar o crescimento da China e de outros países do sudeste asiático” (BACEN, 2003). Mesmo assim, observam-se preocupações com uma possível queda no crescimento da economia chinesa. Entretanto, a maior parte das citações ainda ligava-se ao comportamento do setor externo, como na ata de agosto: “As vendas no período de janeiro a julho se ampliaram para todas as regiões, destacando-se os acréscimos de 152,7% nas exportações para a China e de 87,7% para a Argentina [...]” (BACEN, 2003).

Lentamente, consolidou-se, para o Copom, a relevância das importações chinesas para o setor externo brasileiro. Essa vinculação, relação causa-efeito, apareceu de maneira mais nítida nas atas do ano de 2004, momento em que se pode ler: “De fato, nos últimos doze meses as exportações para a China representaram cerca de 6% das exportações totais do país e em 2004 aumentaram em US\$381 milhões, equivalentes a 7% do crescimento das exportações no ano (US\$5,3 bilhões)” (BACEN, 2004). Observa-se, também, um deslocamento da posição chinesa na análise realizada pelo comitê. A China passa a ocupar, junto com EUA, Japão e Alemanha, o grupo de países analisados na seção sobre ambiente externo<sup>45</sup>, algo que não ocorria até 2004.

---

embarcados para os países asiáticos (Coreia do Sul, China, Indonésia, Taiwan, Malásia e Filipinas), assim como para os Países Baixos. Os preços apresentaram queda de 19% para o grão e de 33% para o farelo.” (BACEN, 1998)

<sup>43</sup>“No setor de semimanufaturados, a celulose apresentou relativa estabilidade de receita, em função da queda dos preços ter sido contrabalançada pelo aumento da quantidade embarcada, principalmente para EUA e UE. Os principais mercados compradores da Ásia (Japão e China) diminuíram suas importações do produto brasileiro, contribuindo para a redução dos preços.” (BACEN, 1999)

<sup>44</sup>“Na China, em que pese o crescimento anunciado do PIB (8,3% no primeiro trimestre e 7,6% no segundo), a balança comercial apresenta superavit decrescentes e também são cadentes o ingresso de investimento estrangeiro direto e de empréstimos.” (BACEN, 1999)

<sup>45</sup>“A economia mundial prossegue em trajetória de crescimento. No primeiro trimestre do ano, o PIB cresceu 4,2% nos EUA, 2,4% na Área do Euro, 5,6% no Japão e 9,8% na China. Na Alemanha, o crescimento alcançou 0,4%, o maior desde o primeiro trimestre de 2001, impulsionado pelas exportações. A recuperação da Europa, embora lenta, apresenta sinais de aceleração.” (BACEN, 2004)

Esse processo de aumento das menções à economia chinesa ocorreu em paralelo às citações sobre *commodities*. Em 2000, houve apenas uma referência a *commodities*, relacionada à posições de fundo de *commodities* no mercado de derivativos<sup>46</sup>. No ano posterior, não se encontram citações. O cenário alterou-se novamente em 2003, momento em que, assim como ocorreu com a economia chinesa, vincula-se *commodities* com a performance do setor externo<sup>47</sup>, com afirmações, por exemplo: “As expectativas de crescimento econômico e do comércio mundial têm provocado elevação nos preços de *commodities* agrícolas, favorecendo os países emergentes.” (BACEN, 2003). Em 2004 e 2005, esse movimento avolumou-se com citações sobre “o reaquecimento das principais economias tem provocado elevação nos preços de *commodities* agrícolas e de metais.” (BACEN, 2004). Em um contexto de alta liquidez, ainda se pode ler: “A depreciação do dólar, junto com o desequilíbrio nos mercados, provocado pela demanda chinesa, vem afetando o preço das *commodities*, que atingiram níveis recordes em janeiro.” (BACEN, 2004). Essas avaliações apareceram também nas atas do ano de 2005<sup>48</sup>.

Cabe ressaltar as preocupações do Copom com os impactos da elevação dos preços, principalmente das *commodities* agrícolas, no comportamento da inflação. Essa relação apareceu nos anos analisados<sup>49</sup>, a partir de 2003. Nesse contexto, o chamado *boom* de *commodities* já suscitara uma série de análises do panorama econômico do período. Em muitos casos, surge como a principal variável explicativa para o aumento das taxas verificadas de crescimento econômico na primeira década do século XXI. De fato, não há como negar sua importância para a economia brasileira, muito menos quando se investiga o comportamento do

---

<sup>46</sup> “O mercado continuou volátil, com quedas abruptas nas cotações, movimento ampliado pelos fundos de investimento em *commodities*, que inverteram suas posições no mercado de derivativos, passando a apostar na baixa das cotações.” (BACEN, 2000)

<sup>47</sup> “Houve aumento nas exportações de todas as categorias de produtos, com recordes históricos para agosto e para períodos de janeiro a agosto. Deve-se ressaltar que essa forte expansão foi influenciada por: maiores quantidades embarcadas, recuperação dos preços internacionais de *commodities* importantes, diversificação da pauta e de mercados, inserção de novas empresas, aumento de competitividade e desaceleração do nível de atividade econômica.” (BACEN, 2003)

<sup>48</sup> “Os preços das *commodities* agrícolas reverteram a tendência de baixa, apresentando elevação em fevereiro, tendo em vista o impacto de quebras de safras. Relativamente ao petróleo e às principais *commodities* metálicas, a evolução dos preços tem sustentado a trajetória de alta de forma consistente desde meados de fevereiro, com os preços futuros se deslocando para patamares mais elevados.” (BACEN, 2005)

<sup>49</sup> “A inflação medida pelo IGP-DI passou para 0,99% em março, acelerando-se, assim, pelo segundo mês consecutivo. Esse comportamento deve-se principalmente à variação do IPA, novamente devido à aceleração nos preços dos produtos agrícolas, que passaram de uma variação de 1,29% em fevereiro para 3,59% em março, refletindo ainda os efeitos de condições climáticas desfavoráveis. A alta verificada recentemente nos preços de *commodities* agrícolas no mercado internacional poderá representar fator de pressão adicional sobre o IPA agrícola.” (BACEN, 2005). “A maior inflação no atacado é resultado de uma série de fatores, que incluem o aumento do preço internacional de algumas *commodities*, com impacto sobre os preços na indústria extrativa mineral e de metais não ferrosos [...]” (BACEN, 2004)

setor externo em específico. No entanto, a análise empreendida observa uma leve mudança de enfoque: apesar da relevância dos resultados da balança comercial para a trajetória econômica brasileira a partir de 2003, verifica-se que esse movimento não se apresenta como causa do crescimento econômico. Antes disso, revela-se como sua condição de possibilidade.

Considera-se que o aumento nos preços internacionais das *commodities* resolve, de certa forma, o impasse externo cuja própria dinâmica do Plano Real surge como principal motor. Não apenas constrói uma série de superávits externos, como também permite um movimento de apreciação cambial sem a necessidade de elevações substanciais na taxa básica de juros. Em outras palavras, a âncora cambial implícita (CARNEIRO, 1997) pode funcionar sem impactos sobre o patamar da SELIC. Desse modo, se, por um lado, a queda no câmbio mantém o controle sob os preços internos, por outro a não utilização da SELIC, com o objetivo de apreciação cambial, permite sua manutenção em níveis menos elevados, influenciando de forma menos restritiva a atividade econômica.

Portanto, China e *commodities* apresentam-se como duas faces da mesma moeda. A demanda chinesa e a alta liquidez internacional e seus reflexos no setor externo brasileiro abriram espaço para a ocorrência de crescimento econômico sem substanciais pressões inflacionárias. Compõem, assim, peças-chave para a trajetória da economia brasileira no período em observação.

## **10 O REAL DO GOVERNO LULA: HEGEMONIA FINANCEIRA E REPOSICIONAMENTO DA BURGUESIA INTERNA (2006 – 2010)**

Se os primeiros sinais de retomada econômica apareceram no biênio de 2004 e 2005, após o ajuste verificado no primeiro ano de mandato, pode-se afirmar que, a partir do ano de 2006, revelou-se uma nova dinâmica da economia brasileira. A queda de Antônio Pallocci do Ministério da Fazenda e a posterior chegada de Guido Mantega trouxe um novo impulso à política fiscal, mesmo em um cenário de manutenção da política de superávit primário. Os resultados favoráveis do setor externo e de segmentos ligados à demanda agregada interna, como serviços e construção civil, passaram a ser expressos nas atas através da apresentação dos dados favoráveis, mas, principalmente, devido ao aumento das preocupações com possíveis pressões inflacionárias (RIBEIRO, 2017). Portanto, a recuperação econômica não passou despercebida do Comitê de Política Monetária.

### **10.1 2006 E A GRANDE APOSTA**

A proximidade histórica de determinado evento ou acontecimento não permite, em muitos casos, a consciência do sujeito em relação à relevância ou mesmo às consequências daquilo que sucede. O processo histórico prega peças aos que o constroem, fazendo com que aqueles que o vivem não saibam ao certo a exata dimensão justamente daquilo que vivem. Nesse ínterim, os impactos dos acontecimentos de 2006 talvez ainda não tenham sido plenamente analisados. No entanto, sua relevância ecoa na sociedade brasileira. Assim, considera-se que 2006 representa um ato da aposta feita pelo governo Lula. Um ato que em si, auxilia a desnudar a dinâmica econômica e política brasileira nessas duas primeiras décadas do século XXI.

Apresenta-se também como ano de nova eleição presidencial. Dessa vez, um embate entre Lula, buscando a reeleição, e o opositor do Partido da Social Democracia Brasileira, o então governador de São Paulo, Geraldo Alckmin. 2006 é ano em que Guido Mantega assumiu o Ministério da Fazenda e que, segundo tese de Singer (2012), houve um reposicionamento eleitoral da sociedade brasileira. 2006, na verdade, é o momento em que nasceu o espectro ideológico que se chamou, mais tarde, de lulismo.

### 10.1.1 A queda de Antônio Pallocci, o “intocável”

Em reportagem do jornal Folha de São Paulo do dia 21 de agosto de 2005, o jornalista Kennedy Alencar relatou as movimentações do Palácio do Planalto para proteger um de seus mais importantes ministros: Antônio Pallocci. Na onda das acusações do caso então conhecido na opinião pública brasileira como “mensalão”, um ex-assessor do ministro quando ainda era prefeito da cidade de Ribeirão Preto, realizou denúncia de recebimento de propina e posterior repasse ao Diretório Nacional do PT (PALLOCCI..., 2005). O fato acendeu mais um sinal de alerta para o governo, na época já em processo de desgaste devido às acusações de corrupção ligadas ao referido “mensalão”.

A matéria jornalística delineia a tentativa de blindá-lo, sob riscos que a instabilidade política chegasse à economia, podendo corroer, como visto no capítulo anterior, os bons números relacionados ao comportamento da inflação e da atividade produtiva. Duas questões que a reportagem trouxe ajudam a compreensão da análise: a relação entre a manutenção de Palocci no cargo e a estabilidade do setor financeiro<sup>1</sup> e, devido a isso, sua caracterização, ainda segundo a Folha, como “intocável”<sup>2</sup>.

O então ministro da Fazenda mantinha boas relações com as finanças, sendo reconhecido publicamente como uma “ponte entre os setores mais alinhados com Lula dentro do governo e o mercado financeiro” (PALLOCCI..., 2017). Sua possível queda elevou as preocupações na época sobre a continuidade da então política econômica<sup>3</sup>, apesar da existência de algumas análises que tentavam dissipar esse temor<sup>4</sup>. Na verdade, as duas opiniões continham sua parcela de verdade: Palocci serviu como um elo entre o governo Lula e setores ligados ao setor financeiro nacional, porém, em 2004 e 2005, efetivamente, o modelo seria mantido, mesmo considerando sua hipotética demissão. Como tantas vezes já afirmado neste trabalho, o modelo não era de Palocci, porém apresentava-se como a própria essência do Plano Real.

---

<sup>1</sup> “Para o governo, o comportamento dos principais indicadores financeiros, como a Bolsa, o dólar e o risco-país, na segunda e nos dias seguintes mostrarão se a estratégia de proteger Palocci terá sucesso no front econômico.” (ALENCAR, 2005)

<sup>2</sup> “Lula repetiu ontem a auxiliares que Palocci é intocável. ‘Deposito toda a confiança nele’, afirmou, deixando claro que descarta eventual saída do ministro da Fazenda, ainda que temporária, como aventaram petistas e outros ministros sob o impacto da acusação feita na sexta-feira pelo advogado Rogério Tadeu Buratti, ex-assessor de Palocci quando o ministro era prefeito de Ribeirão Preto.” (ALENCAR, 2005).

<sup>3</sup> “A possível substituição do ministro da Fazenda, Antônio Pallocci, abalou o mercado financeiro nesta segunda-feira, num dia de poucas movimentações por causa do feriado da Proclamação da República desta terça-feira. A Bolsa de Valores (Bovespa), que acumula valorização de 15,36% em 2005, chegou a ficar abaixo dos 30 mil pontos, mas terminou o pregão em 30.218,8 pontos, com queda de 0,96%. O dólar comercial subiu 2,17% para R\$2,21, e o risco país avançou 1,72% para 354 pontos” (DESTINO..., 2005).

<sup>4</sup> “Modelo resiste sem Palocci, dizem analistas” (ALENCAR, 2005).

Naquele momento, como demonstrou o estudo das atas dos anos de 2003, 2004 e 2005, o modelo de política econômica passava necessariamente pelo combate à inflação através de uma política monetária restritiva. A política, nesse caso, era do governo, não do ministro e, mesmo em cenário adverso, encontraria mais um baluarte na presidência do Banco Central, com o nome de Henrique Meirelles. Esse cenário mudou apenas em 2006.

Palocci resistiu às denúncias de agosto de 2005. Não deixou o governo, talvez possuindo como grande trunfo junto à própria opinião pública o apoio que recebeu do setor financeiro. A crise do “mensalão” passou ao largo das variáveis econômicas, o que ajudou o governo a se manter de pé diante de todos os ataques. De maneira geral, setores ligados às finanças e à burguesia interna, como demonstrado por Boito Júnior (2012), declararam apoio ao então presidente Lula, com a retórica de que a crise política não deveria “contaminar” a economia. O próprio Antônio Palocci recebeu o apoio público de empresários<sup>5</sup>, receosos com a citada possibilidade<sup>6</sup>.

Pelo contrário, a economia, como exposto, manteve seu rumo de contenção do nível geral de preços, saldos expressivos do setor externo e aumento paulatino da produção interna via, principalmente, o consumo doméstico. No entanto, a queda que não aconteceu no segundo semestre de 2005, ocorreu no primeiro de 2006. Palocci perdeu o cargo, sob as denúncias de quebra do sigilo bancário de uma das testemunhas de acusação na CPI dos Bingos<sup>7</sup>. Assumiu em seu lugar, um economista considerado até então heterodoxo, Guido Mantega, na época presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Junto com Palocci, exonerou-se Murilo Portugal<sup>8</sup>, então secretário-executivo do Ministério da Fazenda e que se tornaria, anos mais tarde, presidente da Federação Brasileira de Bancos (Febraban)<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> “Empresários manifestaram ontem total apoio ao ministro da Fazenda, Antonio Palocci, em relação às denúncias feitas ontem contra ele por Rogério Buratti, seu ex-assessor na Prefeitura de Ribeirão Preto. Burattidisse, em depoimento à Polícia Civil, que Palocci recebia R\$ 50 mil em propina por mês para ser repassada ao Diretório Nacional do PT. O empresário Antônio Ermírio de Moraes, presidente do grupo Votorantim, foi enfático: ‘Não acredito. Preciso ver para crer’.” (PALOCCI..., 2005)

<sup>6</sup> “Para Armando Monteiro, chega a ser surpreendente o fato de a economia não ter sido afetada até agora pela crise política. O que garante esse desempenho, a seu ver, é o desempenho altamente favorável do setor exportador, apesar da valorização do real. ‘Nunca se exportou tanto no Brasil’, diz Antônio Ermírio de Moraes.” (PALOCCI..., 2005)

<sup>7</sup> “Na carta que enviou ao presidente Lula, Palocci afirma não ter relação com o vazamento das informações bancárias de Costa. O ex-ministro também responsabilizou a disputa eleitoral pela crise que acarretou seu afastamento e disse ser vítima de ‘maldade’” (ANTONIO..., 2006)

<sup>8</sup> Ver <https://portal.tcu.gov.br/cecap/conselheiros/murilo-portugal.htm>

<sup>9</sup> Ver <https://portal.febraban.org.br/50anos/presidentes/>



### 10.1.2 A chegada de Guido Mantega ao Ministério da Fazenda

O ministro recém-empossado era um quadro bastante conhecido do Partido dos Trabalhadores. Assessorou Paul Singer na Secretaria de Municipal de Planejamento de São Paulo na gestão de Luiza Erundina. Após, passou a acompanhar Luiz Inácio Lula da Silva em temas econômicos, sendo um dos responsáveis pelo programa econômico apresentado pelo candidato nas eleições presidenciais de 2002 (FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, [2020?]).

Dessa forma, apresentava-se como um economista mais alinhado à heterodoxia econômica, bem diferente do seu antecessor no Ministério da Fazenda. Para a opinião pública, era um ministro “alinhado com a corrente dita ‘desenvolvimentista’” (CONFIRA...,2006). Em sua posse, segundo reportagem da Folha de São Paulo do dia 28 de março de 2006 afirmou: “A política econômica não mudará. A política econômica é a política econômica do presidente Lula. O presidente Lula é o fiador dessa política econômica.” (CONFIRA..., 2006).

A história é mais complexa do que uma simples opção entre continuidade e descontinuidade. Apesar de render elogios a seu antecessor<sup>10</sup>, Mantega representou talvez a personalização do cerne do que se chamou, mais tarde, de arranjo lulista (SINGER, 2012), já que se constatam, a partir desse ano, mudanças na política econômica, especificamente, na política fiscal. Seu centro, apresentado em 28 de janeiro de 2007, foi o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), cujo objetivo principal era alavancar o investimento nacional principalmente em infraestrutura, incluindo também outras áreas, como saneamento básico e transporte. Tratou-se, assim, de uma mudança da política fiscal, sem mexer, contudo, nas metas de superávit primário. Em outras palavras, seguia-se o tripé macroeconômico: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário.

Aproveitando-se da alta do ciclo econômico, com impacto nas arrecadações municipais, estaduais e federal, abriu-se espaço para uma política de gastos expansiva, sem, entretanto, colocar em risco os resultados fiscais. O arranjo lulista, com uma política monetária com tendências restritivas e uma elevação limitada do gasto público, permitiu ao presidente Lula agradar a “gregos” e a “troianos”. Estavam montadas as bases em que se manteve a hegemonia no bloco no poder do capital financeiro nacional, com ganho de espaço por segmentos da burguesia interna e melhores condições à classe trabalhadora. É necessário ainda considerar as

---

<sup>10</sup> “Em 2004 o Brasil deu início a um ciclo de desenvolvimento continuado com as características de desenvolvimento econômico, distribuição de renda, geração de empregos e redução da pobreza. Em grande parte, tudo isso se deveu à tenacidade e à competência do ministro Antônio Palocci, a quem rendo minhas homenagens e o respeito de companheiro de longa data.” (CONFIRA...2006)

chamadas políticas compensatórias para setores da população excluídos do trabalho formal, o que Singer (2012) chamou de subproletariado.

Neste trabalho, considera-se como hipótese que o conteúdo desse movimento, sua alteração mais robusta, encontra-se nos novos ganhos e espaço no bloco no poder de parcela da burguesia interna, diretamente beneficiado pelo aumento do gasto público. A manutenção da hegemonia das finanças deu-se principalmente através do comportamento da taxa básica de juros, com reflexos na taxa de câmbio. O prosseguimento de patamares relativamente altos da taxa básica de juros, com conseqüente valorização cambial, a manutenção do número de bancos brasileiros entre os *dealers*, atribuindo-lhes o “privilégio” dos leilões, além da remuneração oriunda da própria dívida pública, foram utilizadas em favor das finanças nacionais.

As atas, em que pese a prevalência de menções indiretas aos principais setores ligados ao processo de retomada econômica, como referido anteriormente, demonstram o aumento paulatino das atenções do Copom em relação à atividade produtiva, bem como sobre possíveis pressões de demanda sobre o nível geral de preços. Em trabalho de Ribeiro (2017) realizou-se investigação dos principais termos utilizados pelo Comitê de Política Monetária na redação das atas entre os anos de 2003 a 2014, ou seja, período que engloba os dois mandatos do presidente Lula. Suas conclusões convergem para os resultados verificados nesta pesquisa. Durante a maior parte do primeiro mandato, as preocupações do Copom referiam-se:

A nuvem de palavras correspondente ao período [...] destaca não apenas o “ambiente internacional desfavorável”, mas também os termos “pressões inflacionárias” e “acima meta”. Além disso, a preocupação com a estabilidade macroeconômica está representada pelo termo “consolidação ambiente macroeconômico favorável” e a atuação vigilante do Bacen pelos termos “atuação política monetária cautelosa” e “postura política monetária restritiva”. Aparecem também alguns termos relativos ao comportamento da economia, como “expansão demanda”, “expansão emprego”, “crescimento renda”. (RIBEIRO, 2017, p. 108)

Em outras palavras, a atuação do Copom exprimia as preocupações em trazer de volta o nível geral de preços para o centro da meta, através de uma “postura restritiva” da política monetária. Já no segundo governo Lula, o mesmo estudo mostra uma alteração no foco do Copom:

Os termos destacados na nuvem indicam maior relevância da expansão da demanda e das pressões inflacionárias, assim como da flexibilização da política monetária. Novos termos como “efeitos crise internacional”, “expansão transferências governamentais” e “descompasso” (entre o crescimento da demanda e da oferta internas) passam a “ocorrer” mais frequentemente, refletindo os obstáculos impostos por um ambiente externo volátil que pressiona a valorização das divisas internacionais e do real e a postura ativa do governo para manter a dinâmica econômica interna. (RIBEIRO, 2017, p. 109)

Em síntese, o Copom associava a “pressões de demanda”, “atividade produtiva”, “expansão das transferências governamentais” com “descompasso”, isto é, as já repetidas preocupações entre demanda e oferta agregadas e os efeitos daí advindos na trajetória da inflação. Portanto, não se pode negar que o comitê enxergava, de fato, o movimento de recuperação econômica, permanecendo, contudo, como seu objetivo central o controle dos preços internos. Nesse sentido, indo ao encontro dos resultados obtidos por Ribeiro (2017), a análise mostra uma modificação na percepção do Copom quanto ao cenário econômico: se no primeiro governo Lula as preocupações residiam em debelar a elevação dos índices de preços com uma política fiscal restritiva, em seu segundo mandato, a retomada do crescimento econômico, faz com que o comitê veja repetidamente o “descompasso” entre oferta e demanda agregadas como a principal causa de possíveis “pressões inflacionárias”

### **10.1.3 O Banco Central a partir da posse de Guido Mantega**

A partir de 2006, é possível vislumbrar a nova dimensão do Banco Central para a manutenção do bloco no poder construído pelo Plano Real, ganhando ênfase seu papel como principal baluarte dos interesses do capital financeiro na política econômica brasileira. Após a análise das atas, pode-se afirmar que essa posição já era ocupada pela referida instituição. No entanto, frente ao cenário então apresentado, seu peso para a manutenção da hegemonia financeira aumentou, transformando-se na “joia da coroa” para a fração de classe que efetivamente coordena o bloco no poder, qual seja, o capital financeiro, em geral, e as finanças nacionais, em particular.

O lulismo - a partir desse momento e através da margem de manobra obtida pela melhoria do quadro externo e o levantamento dos gargalos que o próprio Plano suscitava - fez sua grande aposta na reacomodação de parcela da burguesia interna no interior do bloco no poder. Realça-se, assim, a hipótese de Boito Júnior (2012) de que, durante os governos Lula, houve um reposicionamento de frações de classe. Nesse contexto, considera-se que a principal mudança no bloco no poder durante tal governo surgiu na alteração das posições relativas no seio da burguesia nacional: espaço para segmentos da burguesia interna em detrimento da face compradora e mesmo do próprio capital internacional.

Na tese de Boito Júnior (2012), nenhum momento a hegemonia do capital internacional foi posta em cheque; entretanto, as mudanças realizadas nas posições relativas das frações do capital nacional fizeram-se sentir na própria dinâmica da economia brasileira. Quando o autor menciona “a nova burguesia nacional no poder” refere-se a esse aspecto, a essa movimentação

entre frações do capital interno no interior do bloco no poder. Dessa forma, para Boito Jr (2012), muito mais do que políticas em favor do subproletariado, a principal característica dos governos Lula é sua opção por políticas vantajosas para parcela da burguesia interna.

Este trabalho converge para a análise de Boito Júnior (2012) e com sua hipótese de reposicionamento de frações de classe no interior do bloco no poder vigente. Além disso, enxerga nas atas do Copom o concreto oriundo dessa dinâmica. Considera-se que esse reposicionamento de parte da burguesia interna, com ênfase na construção civil, setor externo e serviços, apresenta-se como a principal descontinuidade dos governos Lula em relação aos de seu antecessor, Fernando Henrique Cardoso. Na cessão gradativa de espaço no interior das atas para questões ligadas a esses setores, realçando sua importância na então retomada econômica, demonstra-se o novo peso desse segmento da burguesia nacional, cujos interesses e demandas influenciam o processo de acumulação de capital. No entanto, apesar desse movimento, como afirma Fonseca (2019) a hegemonia ainda residia nas mãos do capital financeiro. Mantém-se, então, o cerne do Plano Real e sua política monetária priorizando o capital financeiro, em geral, e as finanças nacionais em particular.

Se para Boito Júnior (2012) os governos Lula representavam a “nova burguesia no poder”, com vantagens para o capital interno em detrimento da burguesia externa, para Fonseca (2019) expressavam a efetivação da hegemonia do que chamou de burguesia financeira. Se o primeiro enfatiza uma descontinuidade com os governos anteriores, o segundo centra-se na continuidade. O autor ainda expõe mais uma evidência desse cenário no aparato estatal brasileiro: a utilização do conceito de superávit primário para impor limites à política fiscal. Ao deixar de lado, sua expressão nominal e institucionalizar, através do tripé, sua face primária, a política fiscal retira todo e qualquer limite para o pagamento de juros, o que não ocorreria caso houvesse metas de superávit nominal, por exemplo. Com isso, o limite de gastos existe, mas não para todos: os juros, como já visto neste trabalho, forma de apropriação de mais-valia específica do capital financeiro, ficam de fora dessas limitações.

Segundo Fonseca, Arend e Guerrero (2019, p. 22) “Trata-se de um dos principais sustentáculos da hegemonia financeira, pois é forma engenhosa de resguardar tais frações do capital de quaisquer medidas de corte de gasto público”. Dessa forma, além de obter controle direto sob dois preços-chave, quais sejam, juros e câmbio, ainda limitam, excluindo-se dessa própria limitação, a capacidade da política fiscal:

Deve-se notar que se pode falar em hegemonia porque foi conferida a essa fração de classe, através de dois instrumentos-chave – câmbio e juros – a definição do grau de sua autonomia diante do próprio governo, já que ela se torna capaz de arbitrar ganhos

e perdas e, assim, de definir a taxa de lucro não só do setor financeiro, mas de todas as outras frações do capital. Por outro lado, a exigência de superávit primário no tripé impunha limite à única política instrumental que restava ao governo eleito: a fiscal. Deve-se notar que, no Brasil, possivelmente mais do que em qualquer outro país, a hegemonia financeira fica visível ao se perceber que os conceitos de déficit ou superávit nominal do setor público foram abandonados na formulação da política econômica em prol de seus correspondentes “primários”. Tal conceito difere do déficit ou superávit total por excluir o pagamento de juros e da correção monetária de seu cálculo. [...] A exigência do superávit primário passa a ser a principal tarefa do ministro da Fazenda, e principalmente em momentos de crise, como de inflação alta. Pela regra, comprime-se os gastos dos demais setores, mas resguarda-se o setor financeiro de qualquer ajuste. (FONSECA; AREND; GUERRERO, 2019, p. 21)

É assim, talvez no melhor dos mundos, controlando dois preços essenciais da economia, bem como por limitar e influenciar um terceiro, que se expressa a hegemonia das finanças no bloco de poder. Após expor os argumentos aqui dispostos, os autores afirmam que sua tese central, com base na interpretação que faz sobre a política econômica dos governos Lula, “pode ser expressa como, resguardada a hegemonia do capital financeiro [...] ao outorgar-lhes o epicentro das políticas instrumentais de condução da macroeconomia (como monetárias e cambiais), aos demais segmentos reservaram-se políticas compensatórias” (FONSECA, 2019, p. 23). Nesse movimento, o Banco Central brasileiro sobressai em sua função de bastião das finanças nacionais.

#### **10.1.4 Primeira ata com Mantega na Fazenda: 18 e 19 de abril de 2006**

2006 foi um ano de queda contínua da taxa básica de juros. O ciclo iniciado na reunião de setembro do ano anterior se manteve durante todo o decorrer de 2006, algo inédito desde a implementação do sistema de metas. Com a inflação aparentemente sob controle, com elevação da atividade produtiva, aumentaram as preocupações da equipe econômica com questões como desemprego e nível de renda. Continuando um processo já comentado no capítulo anterior, as atenções sobre a produção ganharam espaço. Evidentemente, o cerne da atuação do Copom continuou sendo o comportamento do IPCA, entretanto, abriu-se margem para outras variáveis macroeconômicas.

A reunião dos dias 18 e 19 de abril representou esse roteiro. Foi o primeiro encontro do colegiado após a queda de Antônio Palocci. Estavam presentes o presidente Henrique Meirelles,

os demais membros da diretoria<sup>11</sup>, chefes de departamento<sup>12</sup> e alguns assessores<sup>13</sup>. A ata iniciou com boas notícias, relatando que “Em março, a taxa de inflação apresentou estabilidade em relação a fevereiro, atingindo 0,43%. Com esse resultado, a inflação alcançou 1,44% no primeiro trimestre de 2006, ante 1,79% registrado no mesmo período do ano passado. A inflação acumulada em doze meses, por sua vez, passou de 5,70% em janeiro, para 5,32% em março, o menor valor observado desde junho de 2004.” (BACEN, 2006).

Aspecto positivo também apresentou a produção industrial, voltando a mostrar expansão de 1,2% entre fevereiro e janeiro do referido ano. Em comparação com fevereiro de 2005, a elevação foi ainda maior, de 5,4%, com destaque para a produção de bens de consumo e de capital. Houve melhora também no mercado de trabalho e comércio varejista, com ambas as variáveis registrando resultados melhores do que em 2005. Um indicador relevante apresentado pela ata da reunião de abril referia-se aos dados sobre investimento. Segundo o documento, a absorção de bens de capital indicou elevação de 8,4%, em comparação ao primeiro bimestre do ano anterior, com expressiva participação de importações de bens de capital nesse resultado (BACEN, 2006).

Logo após, o texto afirma que “a despeito das perspectivas favoráveis para o crescimento da demanda agregada, não se antecipam descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta agregada ao longo dos próximos trimestres.” (BACEN, 2006)

O comportamento do investimento demonstrou-se satisfatório para evitar pressões de demanda sob os índices de preços. Uma preocupação sempre latente para os membros do comitê. Quanto ao comércio exterior, a ata evidenciou mais um bom resultado:

Em relação à performance do comércio exterior neste início de 2006, os dados da balança comercial continuam indicando um desempenho robusto. Como ressaltado nas Notas da última reunião do Copom, em janeiro, pela primeira vez, as exportações acumuladas em doze meses ultrapassaram a barreira dos US\$120 bilhões. Já em março, alcançaram US\$123 bilhões. (BACEN, 2006)

---

<sup>11</sup> Afonso Sant’Anna Bevilaqua, Alexandre Antonio Tombini, Alexandre Schwartzman, Antonio Gustavo, Matos do Vale, João Antônio Fleury Teixeira, Paulo Sérgio Cavalheiro, Rodrigo Telles da Rocha Azevedo, Sérgio Darcy da Silva Alves.

<sup>12</sup> Altamir Lopes – Departamento Econômico, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas, Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais, Ivan Luís Gonçalves de Oliveira Lima – Departamento de Operações do Mercado Aberto, José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos e José Pedro Ramos Fachada – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores.

<sup>13</sup> Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor Especial do Presidente, Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria, André Minella – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas, Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria, Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa, Katherine Hennings – Consultora da Diretoria.

O documento ainda relatou, em parágrafo posterior, preocupações com a trajetória do preço do petróleo e a possível alteração no cenário de liquidez internacional. Encerrou, em sua seção “implementação da política monetária”, destacando um novo panorama para as condições de financiamento da economia brasileira:

O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que tanto os resultados recentes da inflação como as projeções de inflação realizadas pelo Banco Central e pelos analistas do setor privado sugerem que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a postura de política monetária adotada desde setembro de 2004 vem contribuindo de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica sugerem a consolidação progressiva de uma trajetória de expansão em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da maior volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais, em virtude da maior incerteza quanto à trajetória das taxas de juros nas economias industrializadas e do fato de os preços de petróleo terem atingido níveis historicamente elevados, o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira.” (BACEN, 2006)

Em síntese, ressaltou a importância da alta liquidez na economia mundial para a manutenção da estabilidade da economia brasileira. Essa “alta liquidez” influenciou tanto os preços dos produtos exportados, com destaque para os de cotação internacional, como é o caso das *commodities*, como o acesso ao capital internacional. Nesse cenário, o colegiado decidiu, por unanimidade, fixar a SELIC em 15,75% ao ano.

A reunião de abril pode ser considerada um exemplo da perspectiva com a qual o Copom se deparou durante o ano. O cenário não se alterou significativamente nos meses seguintes, mesmo considerando tratar-se de um ano eleitoral. A disputa entre Geraldo Alckmin, do PSDB, e Lula, do PT, decorreu em ambiente relativamente estável e com variáveis macroeconômicas apresentando resultados positivos, bem diferente do que ocorreu em 2002.

A reeleição de Lula, pelo menos em suas consequências econômicas, não trouxe grande volatilidade durante esse processo. Nem mesmo o câmbio, sempre tão sensível a fatores políticos, não demonstrou grandes instabilidades, mantendo-se em sua trajetória de apreciação, como já referido. O dólar comercial para compra, segundo dados do Ipeadata ([2020?]) encerrou o mês de setembro, período anterior às eleições, cotado a R\$ 2,16, substancialmente abaixo dos R\$ 3,75 do mesmo período do ano de 2002. Pode-se considerar, nesse contexto, nem mercado financeiro nem outras parcelas da burguesia interna demonstraram insatisfações com a reeleição de Lula. Afinal, como apareceu no título de uma reportagem do jornal O Estado de São Paulo, de 29 de dezembro de 2006, “Ibovespa acumula alta de 294,68% ao final do primeiro mandato de Lula” (IBOVESPA..., 2006).

### 10.1.5 A primeira ata após a reeleição

Segundo Singer (2012), as eleições de 2006 representaram uma mudança subterrânea nas bases políticas e eleitorais brasileiras. Conforme o autor, nessa eleição ocorreu a adesão do que chamou de subproletariado ao então projeto lulista. Se em 2002, essa mesma camada da população ofereceu amplo apoio ao candidato do PSDB, sendo que a base petista se compunha prioritariamente da classe média das regiões Sul e Sudeste, no ano de 2006 esse cenário se alterou.

A votação do primeiro turno mostrou ampla vantagem do candidato à reeleição nos estados do Norte e Nordeste. A situação se inverteu nas regiões Sul, Centro-Oeste e parte do Sudeste, onde Geraldo Alckmin obteve vantagem. Ao final do segundo turno, Lula venceu o candidato da oposição com 60,83% dos votos válidos, reflexo principalmente do bom momento econômico até 2006, mesmo com a chamada crise do “mensalão” ainda ressoando na opinião pública.

A primeira ata após as eleições relatou a reunião dos dias 28 e 29 de novembro. Mais uma vez, os resultados ligados à inflação eram positivos. O documento indicou que o acumulado de 12 meses, em outubro, registrou 3,26% ante os 5,70% de janeiro. “o menor nível desde que o regime de metas para a inflação foi introduzido, em junho de 1999” (BACEN, 2006). Mesmo considerando que o IPCA de outubro tenha mostrado aceleração (0,33%), ainda assim os resultados foram comemorados.

Quanto à produção industrial, o documento elencou queda de 1,4% em setembro, após dois meses de acréscimos. Entretanto, o cenário ainda se manteve estável com elevação, no acumulado de 12 meses, de 2,3%, com “os indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial sinalizam retomada em relação a setembro” (BACEN, 2006). Nesse cenário, a taxa de desemprego apresentou queda de 0,2% em outubro, com a massa salarial, reflexo do poder de compra dos trabalhadores, aumentando em 6,4% em comparação com o mesmo período do ano anterior. Os dados demonstravam mais uma vez a força da demanda agregada no final de 2006.

A ata da reunião de novembro expunha dados substancialmente mais robustos do que os apresentados na análise de março, momento em que se verificou certa hesitação com a duração do ciclo de alta. Cabe lembrar que até esse período, as primeiras medidas de cunho estatal que impactavam na composição da demanda se restringiam a políticas de renda mínima, como o Bolsa Família e o crédito consignado. Programas como o PAC e Luz para Todos (com reflexos no consumo de eletrodomésticos) apareceriam apenas no segundo mandato do



presidente Lula, demonstrando medidas de prazo mais longo e visando de maneira mais direta outro componente da demanda agregada, o investimento.

Nesse contexto, não surpreendia os resultados do comércio varejista, com expansão de 5,8% até setembro de 2006 e o breve comentário de que “o desempenho favorável das vendas no varejo não se restringe a itens mais sensíveis à renda e ao emprego, estendendo-se também àqueles cuja dinâmica é mais sensível ao crédito.” (BACEN, 2006). Em síntese, da frase depreendem-se dois aspectos: o primeiro que parte do aumento do consumo refletiu a expansão do crédito, já o segundo refere-se ao fato de que as expectativas econômicas de parte da população eram relativamente positivas, dado a maior propensão ao endividamento.

O comportamento do investimento, segundo o documento, também se apresentava como salutar, com acréscimo, nos primeiros nove meses do ano, de 8,3% na absorção de bens de capital. Manteve-se, assim, o movimento citado na ata de março, com elevações na absorção de bens de capital, em parte, inclusive, através de importações. Com isso, mais uma vez, “a despeito da continuidade da expansão da demanda agregada, ainda não se antecipam descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta agregada ao longo dos próximos trimestres.” (BACEN, 2006). Em outras palavras, oferta e demanda andavam em movimento relativamente paralelos, sem gerar pressões inflacionárias.

Em relação ao setor externo, os dados revelavam um “desempenho robusto em 2006”, com o superávit comercial, nos primeiros dez meses do ano, de US\$ 37,9 bilhões, refletindo tanto um aumento das exportações quanto das importações, dada a retomada da atividade econômica interna. Quanto ao comportamento da economia internacional, as preocupações de abril com o preço do petróleo deram lugar à dinâmica da taxa básica de juros dos EUA, o que poderia efetivamente alterar o quadro de liquidez internacional. O prolongamento do aperto monetário norte-americano afetaria também o nível de atividade do país, trazendo evidentemente consequências para a economia global.

Dessa forma, considerando o até aqui exposto, o colegiado decidiu, por cinco votos a três, reduzir a taxa básica em 0,5 p.p., fixando a SELIC em 13,25% a.a., sem viés. Segundo texto do próprio comitê, na seção “Implementação da política monetária”:

O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica ainda sugerem uma baixa probabilidade de que observemos pressões significativas sobre a inflação. A expansão das importações tem contribuído de forma relevante para esse processo, complementando a produção doméstica e, assim, aumentando as perspectivas de que os efeitos inflacionários do crescimento

sustentado da demanda agregada continuem sendo limitados. Além disso, a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude da elevação das taxas de juros nas economias industrializadas, o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Assim, o cenário para a trajetória da inflação permanece benigno. Tal como na reunião de outubro, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro. (BACEN, 2006)

O cenário, enfim, parecia favorável. De fato, a retomada da atividade econômica permaneceu no ano seguinte, 2007, com inflação em patamares baixos, ficando, mais uma vez, abaixo do núcleo da meta. O setor externo continuou com suas marcas expressivas, apresentando novamente tanto superávit comercial como em transações correntes e a SELIC prosseguiu em sua marcha para baixo, encerrando o ano de 2007 em 11,25%, queda menos acentuada do que em 2006, mas ainda assim em patamar menor do que iniciou o ano. Mesmo assim, nem tudo eram flores: começavam a surgir os primeiros sinais de que algo não estava bem na maior economia do planeta, qual seja, os Estados Unidos.

## 10.2 SEGUNDO GOVERNO LULA: OS DOIS PRIMEIROS ANOS

O ciclo de baixa da taxa básica de juros encerrou-se apenas no encontro de outubro de 2007, compondo o maior movimento de redução da SELIC até então. Entre setembro de 2005 a outubro de 2007, passaram-se 25 meses e 19 reuniões do Comitê de Política Monetária. A taxa, que iniciou esse movimento em 19,75% ao ano, chegou à reunião de outubro de 2007 em 11,25% a.a., queda 8,5 pontos percentuais. Nesse ínterim, a economia brasileira apresentou variação do PIB de 4,0% em 2006 e 6,1% no ano em análise. Já o IPCA, índice balizador do sistema de metas, registrou elevações de 3,14 e 4,45%, respectivamente.

A flexibilização da política monetária respondia à face ascendente do ciclo econômico, puxado, basicamente, pelo consumo das famílias e setor externo. A produção industrial e a construção civil também trouxeram resultados positivos, ambas alimentadas pelo ciclo do consumo. As variáveis ligadas ao investimento e insumos para a construção civil, como já relatado pelas atas aqui investigadas, começaram, a partir de 2005, a apresentar dados que ensejavam uma recuperação. Até mesmo as importações têm seus números elevados no decorrer do ano. Dessa forma, o ano de 2007 iniciou promissor.

Entretanto, não são apenas as variáveis básicas da economia brasileira que apresentaram melhora relativa. Se 2006 marcou uma inflexão em determinadas políticas públicas do governo federal, com a defesa de uma política fiscal mais ativa e a flexibilização da política monetária,

foi apenas em 2007 que esse plano passou a ser executado. Não é pouco simbólico que o carro-chefe dessa nova fase, o Programa de Aceleração do Crescimento, tenha sido apresentado sob os auspícios da reeleição, em 28 de janeiro de 2007. Buscou-se precisamente registrar o começo do novo mandato com a alvorecer de uma nova etapa da economia brasileira, agora focada no crescimento econômico. Dada a importância que o PAC assumiu daí por diante para o investimento público, influenciando não apenas a economia, mas em seu viés simbólico o próprio cotidiano dos brasileiros, toma-se a primeira ata após seu lançamento, isto é, a da reunião de março de 2007.

### **10.2.1 Primeira reunião do 2º mandato de Lula: ata de 06 e 07 de março de 2007**

O documento do Copom iniciou relatando o declínio verificado no IPCA de janeiro comparado com o mês anterior e com o mesmo período de 2006. A variação dos preços administrados (0,27%) mais do que compensou o acréscimo de 0,52% nos preços livres, criando um cenário de menor acréscimo para o nível geral de preços. Comportamento díspar ocorreu no IGP-DI, com variação em janeiro e declínio nos números registrados em fevereiro. Resultados favoráveis, em termos acumulados, ocorreram também na produção industrial, apesar do recuo de 0,3% em janeiro.

A ata ainda revelou as expectativas do colegiado para o ano que se iniciava, já que, segundo o documento, “Diversos fatores de estímulo, inclusive os impulsos fiscais e a flexibilização monetária já realizada, sugerem que a tendência de expansão da indústria deve apresentar aceleração em 2007.” (BACEN, 2007). Nesse contexto, destacou a produção de bens de capital, com elevação de 1,7% em janeiro. Segundo o documento, “esse resultado sinaliza que provavelmente terá continuidade em 2007 o robusto desempenho que a FBCF apresentou em 2006.” (BACEN, 2007). A tendência de aumento dos investimentos sustentou-se em 2007, potencializada ainda pelos programas federais de fomento, como o PAC, e os investimentos das estatais, com destaque para a Petrobras. No parágrafo posterior, o texto era ainda mais elucidativo:

O crescimento da produção de bens de consumo duráveis reflete, entre outros fatores, a recuperação da renda real e a expansão do volume de crédito na economia. Por sua vez, a forte expansão da produção de bens de capital reflete tanto a aceleração do ritmo de atividade como melhores perspectivas econômicas e a influência de preços internacionais favoráveis para certos setores. (BACEN, 2007)

O movimento dos investimentos já havia sido constatado nas atas do ano anterior, como analisado no capítulo precedente. Uma evidência de que, mesmo sendo uma ação consciente,

intencional, as medidas em prol do crescimento da produção industrial vieram *a posteriori* do ciclo econômico. Em outras palavras, são justamente os resultados positivos registrados pela indústria e construção civil que ensejaram a ação estatal de maneira pró-cíclica.

Não se pode afirmar se havia ou não expectativas nesse sentido por parte do governo federal, contudo cabe lembrar o espanto dos documentos já analisados de 2003 e 2004, principalmente, com os dados oriundos do setor externo e, em 2005, com os primeiros sinais de retomada da atividade econômica. Naquele momento, a economia brasileira passava por um forte ajuste fiscal e política monetária restritiva, o que diminuiu substancialmente as perspectivas de retomada econômica. É nesse contexto que os termos utilizados nas atas desse período sugerem a surpresa com os primeiros sinais de recuperação.

Novamente, na esteira dos números da indústria, a taxa de desemprego mostrou dados favoráveis, com impacto na massa salarial, apresentando variação positiva de 7,4% em comparação a janeiro de 2006:

Com isso, o emprego formal total cresceu 4,9% frente a 2005. No acumulado de 2006, a construção civil, o comércio e os serviços apresentaram aumentos de 9,2%, 6% e 5,3%, respectivamente, e o emprego na indústria de transformação aumentou 3,4%. Em janeiro de 2007, foram criados 105.468 postos de trabalho, quase 22% a mais do que em janeiro de 2006. Em doze meses, o crescimento do emprego formal foi de 4,8%, com destaque para o setor da construção civil (6,4%) e do comércio (5,7%), enquanto o emprego na indústria de transformação teve elevação de 4,4%. (BACEN, 2007)

Já o comércio varejista apresentou diminuição de 0,5% em dezembro de 2006 em relação a novembro. Entretanto, o resultado acumulado ainda apresentava robustez<sup>14</sup>. A queda foi considerada, segundo a ata, fruto de ajustes sazonais, com a venda de veículos nos primeiros meses de 2007 indicando retomada da dinâmica altista do comércio.

Os dados de investimento novamente apresentaram acréscimo. Segundo o texto, a absorção de bens de capital cresceu 5,6% no último trimestre de 2006, ainda com grande participação de importações nessa variação. O crescimento do investimento, mais uma vez frisou o documento do Copom, evitou pressões inflacionárias por descompassos entre a oferta e demanda agregadas:

[...] dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital, sugerem crescimento no volume de investimentos. Por exemplo, a absorção de bens de capital cresceu 5,6% no último trimestre de 2006, em relação ao trimestre anterior, resultando

---

<sup>14</sup> “As vendas do comércio varejista diminuíram 0,5% em dezembro de 2006 comparativamente ao mês anterior na série com ajuste sazonal. Essa queda interrompeu alta observada por quatro meses consecutivos, período em que a série acumulou elevação de 5,4%. Mesmo contabilizando-se o resultado de dezembro, o indicador trimestral (comparação do trimestre encerrado em dezembro ante o trimestre encerrado em setembro) registrou alta de 2,6%, equivalente a 10,8% em termos anualizados.” (BACEN, 2005)

no significativo incremento de 8,9% para o acumulado de 2006. Esse resultado foi influenciado decisivamente pelo aumento das importações de bens de capital que, em volume, alcançou 24,0% em 2006; e, em uma escala inferior, pela produção de bens de capital, que aumentou 5,7%. Dessa forma, em que pese a expectativa de aceleração do crescimento da demanda agregada em 2007, ainda não se antecipam descompassos significativos entre oferta e demanda agregada que possam determinar desvios da inflação da trajetória de metas. Como ressaltado em Notas das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda. (BACEN, 2007)

Seguindo os números relativos ao investimento, o setor externo “continua frustrando as expectativas menos otimistas”, registrando novamente resultados bastante favoráveis. Contudo, o texto do Copom salientou que “As importações vêm crescendo na margem mais rapidamente que as exportações, em função do maior crescimento da economia doméstica.” (BACEN, 2007).

Quanto à economia internacional, o documento ainda evidenciou preocupações com a trajetória da política monetária dos EUA e manteve, como referido na análise da reunião de outubro de 2006, as atenções quanto ao nível de atividade da economia norte-americana. A economia dos Estados Unidos efetivamente perdeu dinamismo ao longo do ano de 2007, porém nem chegou perto da crise vindoura, cujo estopim se deu no segundo semestre de 2008. Soma-se a isso, a volatilidade do preço do petróleo ainda impactando as atenções do Copom<sup>15</sup>.

Considerando o cenário descrito acima, o comitê decidiu dar continuidade à flexibilização da política monetária, fixando a SELIC em 12,75% ao ano. Segundo o relato da reunião:

O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica ainda não sugerem uma probabilidade elevada de que observemos pressões significativas sobre a inflação no curto prazo. A expansão das importações tem contribuído de forma relevante para esse processo, complementando a produção doméstica e, assim, permitindo que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuem sendo limitados. Além disso, a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude dos efeitos dos processos de elevação das taxas de juros nas economias industrializadas, e do recente, e possivelmente temporário, aumento de volatilidade nos mercados globais, o cenário externo continua favorável. Particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira, o Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais. Assim, as perspectivas para a trajetória da inflação permanecem benignas. (BACEN, 2007)

---

<sup>15</sup> “As cotações internacionais do petróleo se recuperaram nas últimas semanas, após declinarem fortemente antes da reunião anterior do Copom. As cotações continuam apresentando elevada volatilidade, mostrando substancial sensibilidade quanto a tensões geopolíticas bem como a eventos climáticos. Mesmo assim, continua bastante plausível o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2007.” (BACEN, 2007)

Apesar da decisão de manter a flexibilização da política monetária, o colegiado o fez sem aplicar viés, deixando as cartas na mesa para o futuro. A última frase do primeiro parágrafo da seção “Implementação da política monetária” torna-se reveladora nesse sentido: “Tal como na reunião de janeiro, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.” (BACEN, 2007). Em outras palavras, uma frase genérica de tal amplitude só cabe em um cenário com grau razoável de incertezas.

### **10.2.2 O fim do ciclo de baixa da SELIC**

O maior movimento de baixa da SELIC até então se encerrou na reunião de outubro de 2007, considerando principalmente o comportamento dos preços livres e as incertezas trazidas pelo mercado externo. Reunidos no oitavo andar da sede do Banco Central em Brasília, além do presidente Henrique Meirelles, estavam os demais membros da diretoria<sup>16</sup>, chefes de departamento<sup>17</sup> e alguns assessores<sup>18</sup>.

No primeiro parágrafo já despontava a avaliação de leve aceleração inflacionária, impactando o IPCA do ano corrente frente ao anterior. No acumulado de doze meses, em setembro, o índice registrou aumento de 4,15%, superior ao valor obtido em 2006, de 3,70%. Segundo o texto, “A aceleração do nível de preços ao consumidor reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que, em 2007, vêm subindo mais rapidamente do que os preços administrados, dinâmica inversa à observada ao longo dos últimos anos.” (BACEN, 2007). Comportamento semelhante apresentou o IGP-DI, com aceleração nos meses de agosto e setembro e no acumulado dos primeiros nove meses do ano. Em posição contrária, a produção industrial mostrou novamente vigor, com destaque para o setor de bens de capital e de bens duráveis. De acordo com o documento do colegiado:

---

<sup>16</sup> Alexandre Antonio Tombini, Antonio Gustavo Matos do Vale, Mário Gomes Torós, Mário Magalhães Carvalho Mesquita, Paulo Sérgio Cavalheiro e Paulo Vieira da Cunha

<sup>17</sup> Altamir Lopes – Departamento Econômico, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas, Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima – Departamento de Operações do Mercado Aberto, José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais e Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores.

<sup>18</sup> Adriana Soares Sales – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas, Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de Imprensa, Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria e José Linaldo Gomes de Aguiar – Secretário-Executivo.

O dinamismo da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, a substancial melhora nas condições de crédito que a economia vem experimentando, quando comparadas aos padrões históricos. No caso da produção de bens de capital, a expansão acelerada decorre em grande parte da consolidação das perspectivas favoráveis de continuidade do crescimento da demanda interna, a qual tem refletido a melhora do nível de renda e a ampliação do volume de crédito, alicerçadas na percepção de consolidação da estabilidade macroeconômica. (BACEN, 2007)

No trecho acima, o comitê expôs o que considerava ser o “círculo virtuoso” da economia brasileira: a percepção de consolidação da estabilidade macroeconômica induziu à elevação da demanda interna devido ao aumento da massa salarial e à expansão do crédito, impactando positivamente na produção industrial. Nesse movimento, quem leva os créditos da retomada do crescimento econômico era o tripé macroeconômico e, institucionalmente, o Banco Central, responsável pelo controle da inflação e estabilidade monetária. Essa hipótese, que estabelece a modelação das expectativas dos agentes econômicos como elemento central na trajetória das variáveis econômicas, perpassava toda a análise de conjuntura empreendida pelo colegiado.

Em relação ao mercado de trabalho, mais uma vez a ata delineou um quadro positivo, principalmente em comparação com os números do ano anterior. O documento frisou ainda o efeito desse cenário na evolução dos dados do comércio, impactados principalmente pelos números expressivos do mercado de trabalho e do crédito. Em outras palavras, tanto o crescimento da massa salarial ocorrida nos últimos meses quanto a expansão crescente do crédito trouxeram reflexos favoráveis nos números apresentados.

O aumento da demanda interna surtiu efeitos sobre os resultados relativos ao investimento. Nesse ponto, a ata trouxe a principal justificativa para a interrupção das quedas sucessivas na SELIC: os possíveis desequilíbrios entre oferta e demanda agregadas. Assim como no relato anterior, passou a ser uma das principais preocupações do Comitê de Política Monetária. Trazendo novos termos, o foco agora era uma possível inflação de demanda. O documento do Copom, além de apresentar informações robustas em relação aos investimentos, ainda relatou a elevação no nível de capacidade instalada, fazendo irromper novamente o sempre temido excesso de demanda:

O aumento do nível de utilização da capacidade instalada reflete, inequivocamente, a aceleração da atividade econômica, manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito do expressivo aumento do volume de investimentos. De fato, no ano, até agosto, a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (18,6%) e reflete o substancial aumento tanto das importações (33,0% em volume) quanto da produção de bens de capital (17,6%). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 4,2%. Os dados mais recentes sugerem que, embora o volume de investimento venha contribuindo para retardar a elevação das taxas de utilização da capacidade, ele não tem sido suficiente para evitar que essas se mantenham em níveis historicamente elevados, os quais, no passado, coincidiram com

períodos de aceleração inflacionária. Tendo em vista o comportamento recente do nível de utilização da capacidade, a aceleração dos projetos de investimento, assim como a sua maturação tempestiva, que poderá ampliar a capacidade produtiva da economia, será fundamental para evitar descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta e da demanda agregada. (BACEN, 2007)

Soma-se às preocupações quanto ao equilíbrio entre oferta e demanda agregadas, o mercado internacional exigia atenção, principalmente os primeiros sinais de crise do mercado imobiliário norte-americano, elevando consideravelmente o grau de incertezas sobre a economia global<sup>19</sup>. Em vista disso, em consonância com os aspectos relacionados ao cenário interno e as possibilidades de pressões de demanda sobre o nível geral de preços, e incluindo ainda incertezas trazidas pelo mercado internacional, o colegiado decidiu, por unanimidade, manter a taxa básica de juros em 11,25% ao ano:

O Copom avalia que se elevou a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas venha a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda pode ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Adicionalmente, cabe notar que, embora o setor externo tenha o efeito de moderar a inflação no setor transacionável, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável. [...] O comitê reconhece a contribuição do investimento, ampliando a capacidade produtiva, e do setor externo para mitigar pressões inflacionárias, mas avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, continua podendo colocar riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária. (BACEN, 2007)

Cabe salientar que mesmo considerando a possibilidade de pressão da demanda agregada sob o nível de preços, o ciclo de baixa da taxa SELIC não deu lugar a uma retomada do movimento de alta. A decisão do Copom sustentou o nível de juros no mesmo patamar da reunião anterior, realizada em 4 e 5 de setembro. Essa opção pode indicar duas percepções. Na primeira, manteve-se a taxa em detrimento de um ajuste aguardando o comportamento do IPCA nos próximos meses e, concomitante a essa perspectiva, a tentativa de que um eventual processo de contenção inflacionária se realizou sem maiores danos a atividade econômica. Na verdade, a SELIC voltou a subir apenas no ano posterior, na reunião dos dias 15 e 16 de abril de 2008.

---

<sup>19</sup> “Ainda que os efeitos mais intensos da eclosão da crise no segmento de alto risco do setor imobiliário dos Estados Unidos (EUA) sobre os mercados financeiros pareça ter sido superado, permanece um quadro de incerteza. Por um lado, diversos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco experimentaram significativa melhora desde a última reunião deste Comitê. Por outro, a situação nos mercados interbancários das economias maduras ainda não se normalizou, e os desdobramentos dessa crise sobre a economia real ainda estão se materializando, e são de magnitude ainda não totalmente conhecida – em especial, seus efeitos sobre o crescimento da economia dos EUA e, em menor escala, das economias européias.” (BACEN, 2007)



Nesse encontro, o Copom decidiu elevar a taxa básica de juros em 0,50%, atingindo o valor de 11,75%. Investiga-se os principais motivos na próxima seção.

### 10.2.3 15 e 16 de abril de 2008

A reunião de abril de 2008 do Comitê de Política Monetária iniciou mais um período de alta da SELIC. O documento refletiu preocupações com aceleração inflacionária, principalmente em preços livres. O IPCA de doze meses alcançou, segundo o texto, 4,73% em março frente a 2,96% no mesmo mês do ano anterior. Movimento similar constatado através do IGP-DI com variação de 9,18% também em março. Concomitante a esse processo, ratificou-se a intensidade da atividade econômica, com destaque para a expansão dos investimentos que, em comparação ao quarto trimestre de 2006, apresentou variação na formação bruta de capital fixo de 16%:

Após a última reunião do Copom, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou os dados do PIB no quarto trimestre de 2007, bem como os resultados para o ano com um todo. Os dados mostraram aceleração substancial da taxa de crescimento no último trimestre de 2007, quer sob o critério da variação acumulada no ano (5,4%, ante 5,1% no terceiro trimestre), quer no que se refere à comparação interanual (6,2%, ante 5,6% no trimestre anterior). Do ponto de vista da demanda agregada, chama atenção a aceleração da formação bruta de capital fixo, que cresceu 16% ante o quarto trimestre de 2006 e, em especial, a mudança de patamar no ritmo de expansão do consumo doméstico, que tende a ser menos volátil que o investimento ao longo do ciclo, de 6,0% para 8,6%, sob o mesmo critério de comparação. Do lado da oferta agregada, foi destaque a aceleração do setor de serviços, com expansão interanual de 5,3% ante 4,6% no trimestre anterior. (BACEN, 2008)

Já a produção industrial seguiu em patamares elevados, com o colegiado indicando “Os dados já divulgados referentes a 2008 apontam, em suma, para continuidade do ciclo de expansão da produção industrial, que continuará a ser favorecida por diversos fatores de estímulo que atuam sobre a atividade econômica, como a expansão do crédito, do emprego e da renda, os impulsos fiscais e, em alguns segmentos, a recomposição de estoques.” (BACEN, 2008).

Em relação ao comportamento de categorias específicas, os destaques foram os setores de bens de capital e de consumo duráveis<sup>20</sup>. Aqui, mais uma vez o colegiado expôs amplamente suas perspectivas e o modo como interpretava esse ciclo de alta da atividade econômica,

---

<sup>20</sup> “Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital avançou expressivos 3,1% em fevereiro, após estabilidade em janeiro. No que se refere às demais categorias de uso, o destaque foi a produção de bens de consumo duráveis, com aumento de 0,9% (5,9% em janeiro).” (BACEN, 2008)

indicando como causa principal, base da recuperação, a consolidação dos fundamentos macroeconômicos:

O cenário de sólida expansão da produção de bens de capital verificado em 2007, decorrente, principalmente, da consolidação das perspectivas favoráveis à continuidade do crescimento da economia, alicerçadas na percepção de consolidação da estabilidade macroeconômica, parece estar persistindo neste ano. Por sua vez, o dinamismo da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, a substancial melhora nas condições de crédito da economia, quando comparadas aos padrões históricos (BACEN, 2008).

Para o Copom, a estabilidade macroeconômica possibilitava esse novo ciclo de alta da atividade, com reflexos no aumento do consumo e elevação dos investimentos. Ideologicamente, nem mesmo a inflexão parcial da política econômica, evidenciada por maior participação da política fiscal na promoção do investimento, alterou os alicerces ideológicos que compunham as decisões de política monetária. Na análise do colegiado, a estabilidade monetária explicava a guinada da economia brasileira a partir de 2004 e 2005, o que colocou o fator expectacional no centro das ações de política monetária.

Quanto aos dados sobre emprego, rendimento médio e massa salarial as informações continuavam positivas, mesmo com a elevação sazonal da taxa de desemprego. O comitê ainda afirmou que parte significativa do acréscimo da demanda agregada originou-se nos resultados favoráveis do emprego e suas consequências na massa salarial. O comércio varejista também apresentou resultados positivos, indicando que “o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, sem mostrar sinais de arrefecimento.” (BACEN, 2008), em linha com o anteriormente exposto. Talvez a única variável que não tenha apresentado dados favoráveis, além da aceleração inflacionária, tenha sido o nível de utilização da capacidade instalada. Segundo o colegiado, a baixa capacidade ociosa presente na economia brasileira, combinada com os prazos de maturação de projetos de investimentos, poderia causar pressões sobre a oferta agregada, em um cenário de impulso crescente da retomada da atividade. Nas próprias palavras da ata:

A redução da capacidade ociosa, em relação às margens usualmente observadas, manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito do aumento substancial do volume de investimentos. De fato, em fevereiro de 2008, dados ajustados sazonalmente indicaram que a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (1,8%), consubstanciado no vigoroso incremento das importações (6,8% em volume) e na produção de bens de capital (3,1%). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 1,2% no mesmo período, mostrando forte desempenho. Dados recentes sugerem que, embora o investimento venha contribuindo para suavizar a tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, não tem sido suficiente para conter tal processo. Nesse contexto, a maturação tempestiva de projetos de investimento será fundamental para circunscrever os descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica no horizonte relevante para a política monetária. (BACEN, 2008)

Encontrava-se aí a raiz que justifica o aumento em 0,5% na taxa básica de juros. Pressão de demanda e divergência entre o tempo de maturação de investimentos já realizados colocaram em dúvida a capacidade da economia brasileira em absorver uma demanda crescente, puxada pelo aumento da massa salarial e expansão do crédito. Ratifica-se esse receio na seção final do documento:

O Copom considera que se elevou a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda e do mercado de fatores, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, podem ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. (BACEN, 2008)

Já o setor externo continuou apresentado números robustos<sup>21</sup>. Contudo, reafirmou-se a aceleração do montante de importações frente aos valores exportados, reflexo típico da retomada da atividade econômica<sup>22</sup>. Em relação à economia internacional, o comitê exibiu preocupações quanto a uma possível desaceleração da economia norte-americana e o aumento de dificuldades no setor imobiliário<sup>23</sup>. A sucessão de fatos apenas respondeu às atenções do colegiado no mês de setembro, momento em que se tornou evidente que algo já estava disforme na economia dos EUA. O colegiado possuía razão ao expor dúvidas:

[...] sobre a extensão e a amplitude dos desdobramentos da crise hipotecária americana sobre instituições financeiras nos EUA e na Europa e quanto ao impacto que estes terão sobre as condições de acesso ao crédito por parte de empresas e famílias. A visão dominante ainda parece ser a de que, mesmo que possivelmente intensa, a desaceleração não seria prolongada, mas avaliações mais negativas vêm se tornando mais disseminadas. (BACEN, 2008)

Naquele momento, frente às hesitações trazidas pelo cenário externo e a perspectiva quanto às pressões da demanda frente a uma oferta agregada relativamente estável no curto prazo, o colegiado decidiu fixar a SELIC em 11,75% a.a., sem viés. Dirimiram-se as dúvidas quanto à economia internacional apenas na reunião de setembro.

<sup>21</sup> “O saldo acumulado nos doze meses até março totalizou US\$34,1 bilhões (25,5% inferior ao verificado em março de 2007). Esse resultado adveio de US\$165,3 bilhões em exportações e US\$131,2 bilhões em importações, com crescimentos de 16,1% e de 36,0%, respectivamente, em relação aos doze meses findos em março de 2007.” (BACEN, 2008)

<sup>22</sup> “Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em razão tanto do fortalecimento do real como do maior nível de atividade econômica no país, a despeito das elevadas cotações de diversas *commodities* características da pauta exportadora brasileira.” (BACEN, 2008)

<sup>23</sup> “No que se refere ao cenário externo, consolida-se o quadro de desaceleração da economia dos Estados Unidos da América (EUA), evidenciado pelos dados sobre atividade no quarto trimestre de 2007 e primeiro trimestre de 2008, mas continua a incerteza quanto à intensidade e duração desse processo. Estatísticas mais recentes sobre o mercado imobiliário e a demanda por bens de consumo, bem como índices de confiança e outros indicadores antecedentes, apontam para desaquecimento pronunciado.” (BACEN, 2008)

#### 10.2.4 Primeira ata após a quebra do Lehman Brothers: 28 e 29 de outubro de 2008

O Copom efetivamente possuía motivos para preocupações com o mercado imobiliário norte-americano. A chamada crise do *subprime* apresentou seu auge em 2008, mas seus primeiros sinais já estavam visíveis ainda no ano anterior, em 2007. O não pagamento das hipotecas dos cidadãos norte-americanos contaminou rapidamente o sistema financeiro do país, levando a uma crise de liquidez que logo se espalhou por todo o sistema financeiro, atingindo a economia real. Entretanto, o gatilho de todo esse processo e seus momentos de pânico aconteceu no dia 15 de setembro de 2008, data do pedido de falência do banco de investimentos norte-americano Lehman Brothers. Com sede em Nova York e fundação em 1850, o banco, mesmo após pedido de ajuda junto ao Fed norte-americano, não resistiu à bancarrota e quebrou no mês de setembro de 2008. A ata que será analisada a seguir é a primeira após o evento e mostra as primeiras medidas do Comitê de Política Monetária em meio à crise

Em linhas gerais, pode-se dizer que mesmo com o agravamento da crise internacional e as incertezas quanto à liquidez dos mercados financeiros, as atenções do Copom mantiveram-se prioritariamente na possível pressão exercida pela demanda agregada sob uma oferta inelástica no curto prazo. O documento iniciou relatando o recuo do IPCA de setembro frente a agosto, bem como a majoração dos valores acumulados de doze meses e nos primeiros oito meses do ano. Quanto à produção industrial, o texto afirmava:

Os dados já divulgados referentes aos últimos meses apontavam, em suma, para a continuidade do ciclo de crescimento industrial, ainda que possa ocorrer acomodação na margem, em função de restrições à expansão da oferta em certos segmentos, bem como dos efeitos da mudança de postura da política monetária no Brasil e da turbulência financeira internacional. (BACEN, 2008)

Com destaque para o setor de bens de capital cuja variação acumulada no ano foi de 18,1%. O dinamismo da economia real sustentou o emprego, o rendimento médio e, conseqüentemente, a massa salarial em posições favoráveis e em patamares elevados. Outro dado relevante dizia respeito ao comércio varejista, com variação positiva acumulada em 2008 de 13,5%.

Em relação à utilização da capacidade ociosa, a ata mais uma vez revelou preocupação, salientando que mesmo com aumento na absorção de bens de capital poderia haver descompasso entre oferta e demanda agregadas. Segundo o texto, “as evidências sugerem que, embora o investimento venha contribuindo de maneira importante para suavizar a tendência de

elevação das taxas de utilização da capacidade, a maturação de projetos não tem até o momento sido suficiente para circunscrever de forma significativa os descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica.” (BACEN, 2008). Uma eventual inflação de demanda persistiu como principal foco de preocupações para o Comitê de Política Monetária.

Nesse contexto, mesmo considerando a evolução favorável dos números relativos aos investimentos, o colegiado pareceu não acreditar que seriam suficientes para absorver uma demanda agregada crescente. Já o setor externo, ratificou mais uma vez os resultados positivos, no entanto o documento indicou perda de vigor “na margem”, o que, segundo o texto, seria um resultado esperado<sup>24</sup>. É no mercado financeiro internacional que residia às atenções do comitê. Salienta-se a alteração do cenário global desde a última reunião do Copom:

O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado pela severa intensificação do estresse nos mercados financeiros internacionais, com origem nos Estados Unidos e na Europa, mas cujas repercussões sobre as economias emergentes se tornaram mais significativas. O aumento da aversão ao risco, a partir de meados de setembro, após a quebra de importante instituição financeira norte-americana, levou as autoridades nos EUA, Europa e Oceania a intervir de forma inédita em seus sistemas financeiros, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados monetários. Ainda que siga elevada a percepção de risco sistêmico, tais iniciativas, acompanhadas por programas de reforço da base de capital de instituições financeiras relevantes, parecem ter logrado restabelecer o funcionamento dos mercados interbancários. A contração da liquidez internacional contribuiu para um processo de desalavancagem por parte de administradores de recursos, o que, por sua vez, vem exercendo influência baixista generalizada sobre os preços de ativos. Em ambiente de maior aversão ao risco e fluxos de capitais mais escassos, as pressões sobre moedas de economias emergentes se intensificaram. (BACEN, 2008)

As preocupações do Copom encontravam-se no grau de incerteza causado pela quebra do Lehman Brothers e a crise do *subprime* que o evento despertou. Além disso, mudança nítida de expectativas, “no que se refere ao cenário macroeconômico global, as tendências contracionistas parecem estar gradativamente prevalecendo sobre as pressões inflacionárias, que, todavia, continuam.” (BACEN, 2008). Entretanto, na postura do colegiado prevaleceu o receio do comportamento da trajetória da inflação futura:

O Copom reafirma que se mantém elevada a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação. O aquecimento da demanda doméstica e do mercado de fatores, ainda que

---

<sup>24</sup> “A balança comercial continua registrando perda de vigor na margem, tendência já antecipada e que está em consonância com avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom. O saldo acumulado nos doze meses até setembro totalizou US\$28,7 bilhões (33,5% inferior ao verificado em setembro de 2007). Esse resultado adveio de US\$194,9 bilhões em exportações e US\$166,2 bilhões em importações, com crescimento de 27,0% e de 50,7%, respectivamente, em relação aos doze meses findos em setembro de 2007.” (BACEN, 2008)

sujeito a maior incerteza, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais podem ensejar o aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê avalia que a materialização desse repasse, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, depende de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação, que permanecem em patamares incompatíveis com a trajetória de metas e que continuam sendo monitoradas com particular atenção. (BACEN, 2008)

Contudo, mesmo reconhecendo que “as perspectivas para a evolução da atividade econômica tornaram-se mais incertas desde a última reunião do Copom. Em particular, os efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas indicam que a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica pode arrefecer” (BACEN, 2008), o colegiado decidiu manter a taxa básica de juros em 13,75 ao ano, sem viés. Nesse sentido, o Copom ainda levou algumas reuniões para estabelecer a flexibilização da política monetária. Em um contexto global de falta de liquidez, era o cenário interno e as atenções trazidas pelo nível geral de preços que se transformaram em norte das decisões do colegiado. Apenas no final de 2008, quando as expectativas em relação à contaminação da economia brasileira pela crise internacional se avolumaram que um novo ciclo de queda da SELIC se impôs.

### 10.3 A BURGUESIA INTERNA E O GOVERNO LULA

Boito Júnior (2012), ao apresentar a chamada burguesia interna brasileira, elenca “grupos industriais, bancos, agronegócio, construção civil e outros.” (BOITO JÚNIOR, 2012, p. 77). O autor, de fato, considerando a análise das atas, listou os setores que possuem maior relevância na dinâmica econômica brasileira, surgindo efetivamente nos relatos das reuniões do Comitê de Política Monetária. Em especial, a partir de 2004 e 2005, elevam-se as menções à produção industrial e à atividade produtiva, bem como aos resultados positivos do setor externo e construção civil. Curiosamente, o único segmento citado por Boito Júnior (2012) que raramente aparece nas atas, são os “bancos”, isto é, o setor financeiro.

Por entre as seções que estruturam a apresentação e a análise das atas, das variáveis expostas e dos encaminhamentos relativos ao patamar da taxa básica de juros, os relatos parecem apresentar uma dicotomia implícita, não revelada, porém que perpassa a leitura da documentação: inflação em contraponto ao nível de atividade econômica. As seções aparentemente compõem esses dois conteúdos. Considera-se que essa dicotomia revela o motivo da pouca exposição das finanças nos relatos das reuniões do comitê, já que se escondem por trás do combate à inflação. Não é necessário citar os “bancos”, tendo em vista que parcela significativa de seus interesses reside no suposto sucesso no controle do nível geral de preços.

A pesquisa mostra que parte da burguesia interna já se encontrava em posição hegemônica no bloco no poder desde a implementação do Plano Real. As finanças nacionais, como já referido, tiveram sua posição no mercado interno defendida e fortalecida no decorrer da década de 1990, ou seja, ao longo dos governos Fernando Henrique Cardoso. Dessa forma, mesmo compondo a chamada burguesia interna, encontravam-se em posição privilegiada na defesa de seus interesses antes mesmo de 2004. Nesse sentido, é para o restante dessa fração burguesa que os movimentos do primeiro mandato de Lula tornam-se relevantes. Essa parcela enxerga no então novo governo a possibilidade de ampliação de espaço para o atendimento de suas demandas.

Eis as bases do momento em que, para Singer (2012), a ala “produtivista” do governo passou a coordenar as principais linhas da política econômica, com destaque para a área fiscal, sem comprometer, entretanto, a política de superávit primários. O encontro dos interesses de outros segmentos da burguesia interna, com o governo cujo mandatário pertencia ao Partido dos Trabalhadores, marca a trajetória da cena política brasileira a partir das eleições de 2006.

Como referido neste trabalho, a análise diverge da argumentação de Singer (2012) e sua defesa da existência de um segmento “produtivista” no interior dos governos Lula. No entanto, considera-se que tal visão baseia-se em uma série de fenômenos sob os quais esta pesquisa se debruça, como, por exemplo, a já citada retomada econômica e o aumento, dentro dos limites permitidos pela política de superávit primários, do gasto público, cujo maior expressão foi o Programa de Aceleração do Crescimento. São justamente esses eventos que ensejam o “realinhamento eleitoral” de 2006.

No entanto, existem outras linhas de interpretação da orientação dos governos lulistas. Oliveira (2010) defende a linha de continuidade representada pelos governos Lula, uma “hegemonia às avessas”. Segundo o autor, “o consentimento se transforma no seu avesso: não são mais os dominados que consentem em sua própria exploração; são os dominantes – os capitalistas e o capital, explicita-se – que consentem em ser politicamente conduzidos pelos dominados, com a condição que a ‘direção moral’ não questione a forma da exploração capitalista” (OLIVEIRA, 2010, p. 27). No fundo, o autor lembra a hipótese de Faoro (2011), ao argumentar que a política brasileira muda na forma, porém se mantém no conteúdo. Mesmo os “dominados” estão fadados a agir de acordo com os ditames das classes e frações de classe hegemônicas.

Filgueiras *et al.* (2010) segue linha similar, ao realçar os pontos de continuidade entre os governos Lula e os de seu antecessor, Fernando Henrique Cardoso. Estado e o grande capital nacional puderam, na primeira década do século XXI, acomodar interesses potencialmente

conflitantes, mantendo a hegemonia do capital financeiro. As poucas discontinuidades do período não seriam o conteúdo efetivo do governo.

Apesar de ponderar as continuidades existentes entre os dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso e os dois de Lula, a principal residindo na manutenção das linhas mestras do Plano Real, sua política monetária e tripé macroeconômico, considera-se que é inegável a ocorrência de importantes discontinuidades entre um governo e outro. A principal encontra-se no reposicionamento de parcela da burguesia interna no interior do bloco no poder instituído pelo Real. As atas evidenciam a retomada do crescimento econômico a partir do biênio de 2004 e 2005 e citam, textualmente, os quatro vértices dessa dinâmica: a aceleração da produção industrial, a relevância do agronegócio para os resultados do setor externo, o crescimento da construção civil e a redinamização do setor de serviços. Desses, apenas o último segmento não é apresentado por Boito Júnior (2012) como parte integrante da burguesia interna.

Assumindo novamente o conceito de Estado-relação de Poulantzas (1977) e a noção de que a luta e classes não se reflete no Estado, porém já se encontra e se resolve, de certa forma, no próprio Estado. Compreende-se a afirmação de Fonseca, Arend e Guerrero (2019) sobre o papel determinante do Banco Central e, conseqüentemente, do Copom, nas defesas dos interesses do capital financeiro, em geral, e das finanças nacionais, em particular. Apresenta-se, assim, como a encarnação dos interesses e demandas da hegemonia financeira na pauta estatal.

Portanto, mesmo sendo aparentemente contraditório, a análise das atas, sob a luz do processo histórico no qual se inserem, revela que justamente a relativa diversidade política e social na base dos governos Lula permitiram a constituição de uma política monetária benéfica aos interesses e demandas do capital financeiro, particularmente, de seu segmento nacional. Nota-se que a hegemonia financeira não se constrói apesar de outros setores políticos e sociais estarem representados no interior do aparato estatal, mas foi justamente essa diversidade em seus fundamentos políticos e sociais que permitiram aos governos Lula a manutenção da política monetária do Plano Real e a primazia do combate à inflação sob qualquer outra variável econômica.

No entanto, para cumprir tal intento, conservou-o no arranjo político nacional, tornando-o central na sustentação dos governos Fernando Henrique Cardoso e Lula. Assim, também a hegemonia financeira prosseguiu justamente porque foi capaz de, dentro do arcabouço estatal, ampliar o bloco no poder instituído a partir de 1994, reposicionando, em condições relativamente mais vantajosas, parcela da chamada burguesia interna a partir do biênio de 2004 e 2005.



Essa ampliação é tida através de dois movimentos conjugados e convergentes: por um lado, mudanças na área fiscal do governo, com aumento dos gastos públicos em programas indutores do crescimento econômico. O citado PAC talvez seja a forma mais acabada dessa nova postura. Por outro, as crescentes preocupações do Copom em relação à intensificação da atividade econômica e possíveis pressões de demanda agregada sob o nível de preços internos (RIBEIRO, 2017). Elevaram-se as descrições e citações dos principais setores responsáveis por essa dinâmica. Nas próximas seções, as atas expressam o desempenho da construção civil, agronegócio e serviços a partir de 2006.

#### 10.4 CONSTRUÇÃO CIVIL, AGRONEGÓCIO E SERVIÇOS, NAS ATAS A PARTIR DE 2006

Assim como se constatou o aumento paulatino das menções referentes à China e *commodities* durante a primeira década dos anos 2000, além das pouco frequentes referências ao setor de serviços e agronegócios no biênio de 2004 a 2005, verifica-se uma elevação gradual nessas mesmas citações a partir do ano de 2006. Se, no decorrer do referido ano, percebe-se 32 menções à construção civil, esse número se avolumou, chegando a 50 no decorrer de 2009. Fenômeno semelhante ocorreu em relação ao termo “agropecuária”, tendo em vista que, como relatado, quase não há referências diretas ao agronegócio. Desse modo, de 4 aparições em 2006, alcança-se 11, em 2010.

Por si só, o aumento do número de citações ano após ano já realça a nova ênfase que ambos os segmentos da economia brasileira, paulatinamente, passaram a ocupar. As atas, os relatos que as constituem, alteram-se de acordo com as transformações da própria percepção do Copom em relação à economia brasileira. Nesse sentido, não é trivial o aparecimento de determinada expressão em suas linhas, nem mesmo o aumento substancial de um termo específico reunião após reunião. Dessa forma, considera-se que uma mudança quantitativa nas atas, isto é, o aumento nas citações de determinado termo ou expressão, contribui para revelar uma mudança qualitativa na dinâmica econômica brasileira. Assim, o maior número de referências à China e *commodities*, por exemplo, joga luz sob o novo comportamento do setor externo durante a primeira década do século XXI. Em síntese, uma mudança quantitativa traz alterações qualitativas, destacando-se a apresentação, pelas atas, dos resultados positivos que os respectivos setores apresentaram a partir de 2005. Tal movimento ganhou ênfase em 2006, intensificando-se até o fim do período analisado.

Quanto à construção civil, pode-se ler na reunião de março de 2006: “Em relação aos indicadores de investimento, a produção doméstica de bens de capital e a fabricação de insumos da construção civil cresceram 5,8% e 4,4%, respectivamente, em dezembro, em comparação aos níveis observados no mês anterior, após ajuste sazonal.” (BACEN, 2006) Há passagens semelhantes nas atas das reuniões dos meses de abril<sup>25</sup> e novembro<sup>26</sup>.

Dados da Pesquisa Anual da Indústria da Construção mostram uma variação positiva de 13% no montante de obras executadas em 2006 em relação ao ano anterior, resultado expressivo frente aos números já analisados. Números da mesma pesquisa para os anos subsequentes demonstram uma intensificação desse processo. Assim, registrou-se em 2007, novo acréscimo anual de 16,9%, 22,3% em 2008 e variação real de 23,3% em 2010. As atas dos respectivos anos corroboram esses números. Assim, em 2007 é possível ler:

Nos primeiros onze meses do ano, a absorção de bens de capital apresentou aumento de 9,2%. Para esse resultado, contribuíram fortemente o aumento das importações de bens de capital, com crescimento de 24,0% em volume, e a produção de bens de capital, que aumentou 5,7%, na mesma base de comparação. A produção de insumos para a construção civil também se expandiu (4,9% no mesmo período). Dessa forma, a despeito da recente expansão da demanda agregada, bem como das perspectivas de que esse movimento persista ao longo dos próximos trimestres, ainda não se antecipam descompassos significativos entre oferta e demanda agregada que possam determinar desvios da inflação da trajetória de metas. (BACEN, 2007)

Nota-se neste trecho a associação frequente entre intensificação da atividade econômica com o possível surgimento de pressões inflacionárias de demanda agregada. Mesmo quando não tratada de maneira explícita, essa vinculação entre produção e elevação do nível geral de preços aparece, como na ata da reunião de janeiro de 2008:

De fato, no ano até novembro, a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (20,8%), consubstanciada no vigoroso incremento das importações (36,4% em volume), bem como no da produção de bens de capital (19,5%). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 6,7% no mesmo período, mostrando sólido desempenho. Os dados mais recentes sugerem que, embora o volume de investimento venha contribuindo para suavizar a tendência de elevação

<sup>25</sup> “Esse movimento ocorre ao mesmo tempo em que os dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital, bem como a produção de insumos para a construção civil, sugerem a aceleração dos investimentos no período mais recente. De fato, no acumulado do ano até fevereiro, em comparação ao primeiro bimestre de 2005, o indicador de investimento representado pela absorção de bens de capital acumulou expansão de 8,4%. Para esse resultado, contribuiu fortemente o aumento das importações de bens de capital, que registraram crescimento de 34,1% em volume. A produção de insumos para a construção civil registra expansão de 7% no primeiro bimestre do ano contra o mesmo período do ano passado.” (BACEN, 2006)

<sup>26</sup> “Nos primeiros nove meses do ano, a absorção de bens de capital apresentou aumento de 8,3%. Para esse resultado, contribuíram fortemente o aumento das importações de bens de capital, que registraram crescimento de 26,7% em volume, e a produção de bens de capital, que aumentou 5%, na mesma base de comparação. Por sua vez, no mesmo período, a produção de insumos para a construção civil aumentou também 5%.” (BACEN, 2006)

das taxas de utilização da capacidade, ele não tem sido suficiente para conter tal processo. (BACEN, 2008)

Menções nesse sentido também são feitas nas atas da reunião de março<sup>27</sup>. Entretanto, a ênfase recaiu sobre o dinamismo do setor, como nas atas dos meses de julho<sup>28</sup> e outubro. Parcela significativa das referências sobre aumento da atividade produtiva, intensificação do movimento econômico, ou mesmo investigações específicas de determinado setor, demonstrando crescimento, traziam consigo avaliações quanto às possibilidades de pressões da demanda agregada sob os preços internos. A preocupação do Copom em demonstrar-se sempre atento em relação a possíveis pressões inflacionárias é uma característica que perpassa os relatos ao longo dos anos. A perspectiva de retomada econômica surgiu associada à sua influência no nível geral de preços. A análise do crescimento da “construção civil” a partir de 2006 aparece apenas como mais um exemplo da vinculação realizada pelo comitê entre intensificação da atividade econômica e inflação.

Com relação à “produção agropecuária”, encontra-se, assim como a construção civil, em movimento ascendente, apresentando resultados positivos, relatados pelas atas, durante parte substancial do segundo mandato do presidente Lula. Ano após ano, realçam-se os expressivos resultados referentes a essa variável. Nesse contexto, é possível encontrarem-se trechos de atas de todos os anos do segundo mandato do presidente Lula, em que surgem relatos do bom desempenho do setor. A maior parte das análises recaía na segunda parte das atas, menos dissertativa que a primeira, com a preponderância na apresentação de dados e informações, ou seja, possuía caráter quantitativo. Assim, relatos sobre a “produção

---

<sup>27</sup> “Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 5,1% no mesmo período, mostrando forte desempenho. Em janeiro, a absorção de bens de capital continuou em expansão (25% em comparação com janeiro de 2007), resultado de incremento de 52,7% no volume das importações e de 14,6% na produção de bens de capital, ao mesmo tempo em que a produção de insumos para a construção civil aumentou 10,7%. Dados recentes sugerem que, embora o investimento venha contribuindo para suavizar a tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, não tem sido suficiente para conter tal processo. Nesse contexto, a maturação tempestiva de projetos de investimento será fundamental para circunscrever os descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica no horizonte relevante para a política monetária.” (BACEN, 2008)

<sup>28</sup> “Quanto aos indicadores de investimento, as produções de bens de capital e de insumos típicos da construção civil cresceram 1,2% e 2,1% em julho, respectivamente, em comparação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal. Em relação a julho de 2007, esses indicadores cresceram 22,3% e 14,4%, na ordem. No ano, até julho, a produção de insumos típicos da construção civil aumentou 10,5%, refletindo o dinamismo dos investimentos nesse setor. O crescimento de 18,1% na produção de bens de capital, no mesmo período, também refletiu o aumento dos investimentos, sobretudo aqueles voltados à modernização e à expansão da capacidade produtiva dos setores agrícola, transportes e energia elétrica.” (BACEN, 2008)

agropecuária” vinham na esteira dos dados de investimentos. Portanto, 2007<sup>29</sup>, 2008<sup>30</sup>, 2009<sup>31</sup> e 2010<sup>32</sup> registraram dados favoráveis do setor.

Contudo, dentre os segmentos listados, o que possui o maior número de referências é o setor de serviços, passando de 17, em 2006, para 63, em 2010. Parte dessas citações ainda se refere à “oferta de bens e serviços”, preocupação presente nas reuniões do Copom e já indicada na análise das menções ao setor nos anos de 2004 e 2005. No entanto, é inegável o aumento substancial das referências nas atas das reuniões. Já na ata da reunião de abril de 2007, encontra-se a indicação que, segundo dados do PIB do ano anterior, há uma elevação do setor na composição do produto nacional:

O novo conjunto de dados também sugere que a economia, pelo menos nos períodos mais recentes, poderia utilizar seus fatores de produção de forma mais eficiente. Outra mudança importante foi a ampliação da participação do setor de serviços na composição do PIB, o que aproxima o perfil da economia brasileira do observado em outras importantes economias. Sob a ótica da oferta, os novos números do PIB de 2006 mostram maior crescimento da agropecuária (4,1% ante 3,2%) e dos serviços (3,7% ante 2,4%) e redução do crescimento industrial (2,8% ante 3,0%). (BACEN, 2007)

Percebe-se que, desde 2007, antes mesmo da intensificação do processo de retomada econômica, o Copom mantinha-se atento a alterações substanciais na estrutura da economia brasileira. Apesar de o trecho mencionar explicitamente o aumento do peso do setor de serviços na composição do Produto Interno Bruto brasileiro, traz consigo a percepção de queda da participação da indústria. Mesmo a falta de referências sobre esse fenômeno, é difícil afirmar que o Copom não possuía conhecimento desse processo, tendo em vista a própria menção ao crescimento de serviços na composição do PIB. O bom desempenho do setor de serviços, base

<sup>29</sup> “O PIB cresceu 3,7% em 2006, segundo a nova metodologia divulgada pelo IBGE, ante 2,9% na versão anterior. A expansão do produto foi generalizada entre todos os seus componentes. Pela ótica da produção, a agropecuária expandiu 4,1%, a indústria 2,8% e os serviços 3,7%.” (BACEN, 2007)

<sup>30</sup> “Do ponto de vista da oferta agregada, ainda na base interanual, a produção industrial obteve o melhor desempenho, com taxa de 7,1%, seguida pela agropecuária (6,4%) e pelo setor de serviços (5,9%). Na atividade industrial, o destaque foi a construção civil, com crescimento de 11,7%, beneficiada por obras públicas e pelo aumento do crédito ao setor de habitação. O deflator do PIB a preços de mercado, na comparação interanual, deslocou-se de 6,1% no segundo trimestre deste ano para 6,8% no terceiro.” (BACEN, 2008)

<sup>31</sup> “Na comparação interanual, dentre os setores da oferta, apenas a indústria registrou queda (-2,1%). Agropecuária e serviços cresceram, respectivamente, 2,2% e 2,5%.” (BACEN, 2009)

<sup>32</sup> “Ainda na comparação com mesmo período de 2009, a contribuição da demanda interna para o crescimento do produto foi positiva (12,4 p.p.), sendo a maior desde 1995, sobrepondo-se à contribuição negativa de 3,6 p.p. advinda do setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, o setor de serviços teve crescimento de 5,6%, a indústria cresceu 13,8%, e a agropecuária 11,4%, na comparação com o segundo trimestre de 2009.” (BACEN, 2010)

para a afirmação encontrada na ata da reunião de março de 2006, mantém-se nos relatos do comitê nos anos de 2008<sup>33</sup> e 2009<sup>34</sup>, bem como em 2010:

Ainda na comparação com mesmo período de 2009, a contribuição da demanda interna para o crescimento do produto foi positiva (12,4 p.p.), sendo a maior desde 1995, sobrepondo-se à contribuição negativa de 3,6 p.p. advinda do setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, o setor de serviços teve crescimento de 5,6%, a indústria cresceu 13,8%, e a agropecuária 11,4%, na comparação com o segundo trimestre de 2009. (BACEN, 2010)

Vale salientar que, diferentemente da percepção vinculada ao desempenho da construção civil e ao agronegócio, ou produção agropecuária, os resultados favoráveis dos serviços trouxeram consigo a perspectiva de que uma alteração na própria estrutura da economia brasileira. A avaliação do Copom na ata de 2007, de aumento do peso do setor na composição do PIB e o progressivo debate sobre desindustrialização da economia do país ensejaram uma série de estudos relacionados às mudanças econômicas e sociais do fenômeno.

Há análises como a de Neri (2011), que afirmava a formação do que chamou de “nova classe média”, a partir do crescimento do setor de serviços, tornando base da dinâmica econômica brasileira desde o segundo mandato do presidente Lula. Já Pochmann (2012) enxergava a gênese de uma “nova classe trabalhadora”, ressaltando que o crescimento do setor trazia as sementes de um trabalho mal remunerado, com baixa produtividade e relativamente precarizado em relação à indústria. Souza (2010) centrou-se nos aspectos sociológicos dessa transformação, destacando os “batalhadores brasileiros”, principalmente a partir do crescimento econômico da região Nordeste. O ponto em comum dessas investigações é a retomada econômica a partir do biênio de 2004 e 2005, bem como a formação de que tal movimento ensejaria alterações significativas não apenas na estrutura econômica brasileira, mas influenciaria, sobremaneira, a dinâmica social do país.

---

<sup>33</sup> “Do ponto de vista da oferta agregada, ainda na base interanual, a produção industrial obteve o melhor desempenho, com taxa de 7,1%, seguida pela agropecuária (6,4%) e pelo setor de serviços (5,9%). Na atividade industrial, o destaque foi a construção civil, com crescimento de 11,7%, beneficiada por obras públicas e pelo aumento do crédito ao setor de habitação. O deflator do PIB a preços de mercado, na comparação interanual, deslocou-se de 6,1% no segundo trimestre deste ano para 6,8% no terceiro.” (BACEN, 2008)

<sup>34</sup> “O IBGE divulgou informações sobre o PIB do quarto trimestre de 2008. Os dados mostram desaceleração tanto sob o critério da variação acumulada no ano (5,1%, ante 6,4% no trimestre anterior), quanto no que se refere à comparação interanual (1,3%, ante 6,8% no trimestre anterior). Em relação ao trimestre imediatamente anterior, observou-se queda de 3,6%, dados dessazonalizados. Na comparação interanual, dentre os setores da oferta, apenas a indústria registrou queda (-2,1%). Agropecuária e serviços cresceram, respectivamente, 2,2% e 2,5%.” (BACEN, 2009)

## 10.5 2009 E 2010: CRISE E RETOMADA

A postura do Copom em manter a inalterada a taxa básica de juros em 13,75% perdurou por duas reuniões, ocorridas em outubro e dezembro de 2008. O cenário de incerteza ligado à crise do *subprime* norte-americano, bem como os dados até então verificados de intensificação da atividade econômica na economia brasileira, demonstravam o impasse sob o qual se debate o colegiado: operar segundo a perspectiva de ajuste das economias centrais ou de acordo com a visão de uma possível inflação de demanda na economia doméstica?

Entre a cruz e a espada, o Copom decidiu permanecer no meio: SELIC em 13,75% ao ano, sem viés. Entretanto, esse comportamento altera-se logo na primeira reunião de 2009. Com o quadro econômico mais nítido e a possibilidade cada vez maior de uma recessão global, o comitê iniciou mais um ciclo de baixa na taxa básica de juros. Esse movimento persistiu até reunião de setembro, momento em que novamente a SELIC estabilizou em novo patamar. Nesta seção analisar-se as duas atas, referentes às reuniões de janeiro e setembro.

### 10.5.1 20 e 21 de janeiro de 2009

Estavam presentes nesses dias, o presidente do Banco Central brasileiro, Henrique Meirelles, membros da diretoria<sup>35</sup>, chefes de departamento<sup>36</sup> e assessores<sup>37</sup>. Logo em seu início a ata fez referência à mudança de comportamento do IPCA no último trimestre do ano anterior, 2008, tendo em vista uma desaceleração do índice no final do ano. Mesmo assim, destacou que sua variação anualizada registrou o maior patamar desde 2005<sup>38</sup>. Movimento semelhante ocorreu com o IGP-DI, com acréscimo menor em setembro, porém majorado frente o valor

---

<sup>35</sup> Alexandre Antonio Tombini, Alvir Alberto Hoffmann, Anthero de Moraes Meirelles, Antonio Gustavo Matos do Vale, Maria Celina Berardinelli Arraes, Mario Gomes Torós e Mário Magalhães Carvalho Mesquita.

<sup>36</sup> Altamir Lopes – Departamento Econômico, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas, João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto, José Antônio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento de Operações das Reservas Internacionais e Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores.

<sup>37</sup> Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria, Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria, Katherine Hennings – Consultora da Diretoria, Sergio Almeida de Souza Lima – Secretário-Executivo e Valdez Caetano Paes de Almeida – Assessora de Imprensa.

<sup>38</sup> “A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) recuou de 0,36% em novembro para 0,28% em dezembro. Note-se que, ao contrário dos trimestres anteriores, no último trimestre de 2008 a inflação acumulada (1,09%) foi sensivelmente inferior àquela registrada em igual período de 2007 (1,43%). Com isso, a inflação alcançou 5,90% em 2008 – a maior variação desde 2005 – ante 4,46% em 2007 e 6,39% em doze meses até novembro de 2008.” (BACEN, 2009)

obtido em 2007. Quanto à produção industrial, a ata da reunião de janeiro apontou os primeiros efeitos no processo de acumulação:

Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu recuo de 6,2% em novembro, com queda de 4,6% para a indústria extrativa e de 6,3% na de transformação. Informações disponíveis referentes aos últimos meses apontam, em suma, para interrupção do ciclo de expansão da produção industrial no último trimestre de 2008. A atividade industrial vem sendo influenciada pela crise internacional, seja por seus efeitos sobre as condições de crédito, seja sobre as expectativas das empresas e das famílias. Nesse contexto, diversos segmentos industriais têm sido levados a ajustar estoques e a reduzir a produção, destacando-se os setores de transporte, em especial, veículos, mineração, siderúrgico e petroquímico. (BACEN, 2009)

No trecho acima, o Copom mencionou de forma taxativa “interrupção do ciclo de expansão da produção industrial no último trimestre de 2008” (BACEN, 2009). Ao que tudo indicava, a produção apresentou queda brusca no último trimestre de 2008, conforme o desenrolar da crise nas economias centrais mostrava a perda de dinamismo do comércio internacional e problemas na liquidez global. Contudo, mesmo com o cenário adverso a partir de setembro do ano anterior, o resultado permaneceu positivo com variações significativas no setor de bens de capital e de bens de consumo duráveis. Mais uma vez o documento relatou:

A perda recente de dinamismo da produção de bens de capital reflete a persistência da turbulência financeira internacional e suas consequências sobre a confiança empresarial. Por sua vez, o arrefecimento no ritmo de expansão da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, o aperto nas condições de crédito, a deterioração das expectativas dos consumidores e o processo de redução de estoques acima citado. Tais desenvolvimentos devem continuar a ser evidenciados pelos dados relativos a dezembro. (BACEN, 2009)

De fato, os “desenvolvimentos” foram evidenciados no mês de dezembro. A deterioração das expectativas, ilustrada pelo colegiado como uma das principais causas para os reflexos na economia real, logo se alastrou o bastante para perturbar o volume de crédito e, conseqüentemente, o comércio. Segundo dados do IBGE ([2020?]), o comércio varejista, tendo como base o ano de 2014, variou negativamente já em novembro (69 frente a 70,7 em outubro) frente a outubro do mesmo ano. Devido a fatores sazonais, historicamente os dados de ambos os meses apresentam estabilidade. Essas informações amparam as evidências apresentadas pela ata do Copom sobre a trajetória do comércio no final do ano de 2008<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> “O volume de vendas do comércio varejista ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, teve redução de 3,4% em novembro, após recuo de 8,3% em outubro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve redução de 4,1%, resultando em crescimento de 11% no ano.” (BACEN, 2009)

Em relação ao mercado de trabalho, os dados eram, segundo o próprio texto, ambíguos, com resultados favoráveis do rendimento médio e massa salarial. Entretanto, dados não tão positivos foram apresentados pelo aumento da capacidade ociosa da economia, indicando, segundo o Copom, “combinação da maturação de projetos de investimento com a acomodação da atividade” (BACEN, 2009). Na verdade, a ata não trouxe qual o impacto efetivo da crise econômica internacional sobre a utilização da capacidade da indústria, indicando a “maturação de projetos de investimentos” como uma de suas causas principais, o que gerou surpresa frente ao quadro internacional.

Outro dado que chamou a atenção do colegiado revelava os primeiros resultados negativos do setor externo, com queda do saldo de 2008 frente ao resultado de 2007<sup>40</sup>. No entanto, o impacto da crise das economias centrais em países da periferia do capitalismo permaneceu como foco principal em relação à economia internacional:

O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado pela continuidade do estresse nos mercados financeiros internacionais, com origem nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa, mas cujas repercussões sobre as economias emergentes continuam sendo significativas. O aumento da aversão ao risco, a partir de meados de setembro, após a quebra de importante instituição financeira norte-americana, levou as autoridades nos EUA, na Europa e na Oceania a intervirem de forma inédita em seus sistemas financeiros, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados monetários. A percepção de risco sistêmico, que havia mostrado alguma moderação, voltou a se intensificar nas últimas semanas. A contração da liquidez internacional continuou contribuindo para um processo de desalavancagem por parte de administradores de recursos, o que, por sua vez, vem exercendo influência baixista sobre os preços de ativos. Em ambiente de mais aversão ao risco e de fluxos de capitais mais escassos, a volatilidade das moedas de economias emergentes continua, ainda que sem a tendência generalizada de depreciação ante o dólar americano observada nos meses finais de 2008. (BACEN, 2009)

O comitê ainda indicou que “ao cenário macroeconômico global, tendências contracionistas prevalecem sobre as pressões inflacionárias.” (BACEN, 2009), com processos de velocidades diferentes entre economias centrais e periféricas, porém, em linhas gerais, ambas adotaram flexibilização de suas políticas monetárias:

Nas economias emergentes, em que os efeitos secundários da elevação dos preços de matérias-primas sobre os preços ao consumidor e as pressões da demanda aquecida sobre a capacidade de expansão da oferta vinham sendo mais intensos, as pressões inflacionárias têm também declinado, embora mostrem, em diversos casos, maior persistência. Nesse contexto, ao mesmo tempo em que as políticas monetárias

---

<sup>40</sup> “A balança comercial continua registrando perda de vigor na margem, tendência já antecipada e que está em consonância com avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom. O saldo acumulado em 2008 totalizou US\$24,7 bilhões (38,2% inferior ao verificado em 2007).” (BACEN, 2009)



adquiriram caráter fortemente expansionista nas economias maduras, nas economias emergentes, que, além dos fatores citados acima, têm sido influenciadas pela tendência de depreciação cambial, a reação tem sido heterogênea, mas com viés dominante também expansionista. (BACEN, 2009)

Apresentava-se, assim, o cenário básico sob o qual se debruçava o Comitê de Política Monetária. Queda na atividade econômica no último trimestre de 2008, com reflexos no comércio e no emprego (apesar de ainda não demonstrar consequências diretas sobre rendimento médio e massa salarial), aumento da capacidade ociosa da economia e deterioração do quadro internacional, com retração das economias centrais e diminuição significativa da liquidez internacional. Nesse contexto, na seção a “Implementação da Política Monetária”, o colegiado indicou sua interpretação dos dados expostos:

Os dados disponíveis referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda, que continuava bastante robusto até o terceiro trimestre de 2008, respondendo, ao menos parcialmente, pelas pressões inflacionárias, arrefeceu consideravelmente desde então, em parte em reação ao substancial e generalizado desaquecimento da atividade em outras economias, avançadas e emergentes. (BACEN, 2009)

Frente a esse quadro econômico, o Copom vislumbrou a diminuição das pressões inflacionárias, reflexo da queda da demanda agregada provocada pela crise internacional. O colegiado ainda citou que “As perspectivas para a evolução da atividade econômica continuaram se deteriorando desde a última reunião do Copom, ainda que os dados de atividade na indústria venham em parte refletindo processo de redução de estoques, que tende a se esgotar.” (BACEN, 2009), levando a avaliação de que “a perda de dinamismo da demanda doméstica deve ocasionar redução das pressões inflacionárias.” (BACEN, 2009). Dessa forma, decidiu iniciar um novo ciclo de redução da taxa básica de juros, fixando a SELIC em 12,75 a.a., sem viés. Esse movimento levou a SELIC a 8,75%, seu valor mínimo até então. No entanto, foi na reunião de setembro do mesmo ano que a redução cessou nesse novo patamar.

### **10.5.2 Fim do ciclo de baixa da SELIC: 1 e 2 de setembro de 2009**

Após a reunião de janeiro, houve ainda outros quatro encontros do Comitê de Política Monetária, isto é, ocorreram quatro novas reduções da taxa básica de juros: a de março reduziu a SELIC em 1%, já a de abril o fez em 1,5%, seguida pela reunião de junho e julho, reduzindo a SELIC em 1% e 1,5%, respectivamente. Chegaram-se, assim nos 8,75% do encontro de

setembro. A avaliação do colegiado até a referida reunião era de que as pressões inflacionárias oriundas de uma intensificação da demanda agregada arrefeceram.

Apresentava-se, nesse contexto, a crise internacional como a principal causa para a interrupção do ciclo de alta verificado até o estopim da crise, em setembro. Assim, na reunião de março, a ata expôs que “O Copom avalia que a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação segue diminuindo. Os sinais de substancial acomodação da demanda doméstica e de moderação de pressões sobre o mercado de fatores [...] devem ensejar redução do risco de repasse de pressões altistas [...]” (BACEN, 2009). Textos parecidos encontraram-se nos relatos das reuniões de abril<sup>41</sup>, junho<sup>42</sup> e julho<sup>43</sup> e apenas no encontro de setembro, quase um ano depois da falência do Lehman Brothers, o Copom decidiu alterar a orientação da política monetária. A ata de setembro iniciou apresentando queda do IPCA frente ao mesmo período do ano anterior, cujo centro encontrava-se o comportamento dos preços livres.

Com relação à produção industrial, o documento fez menção a leve retomada da atividade, após o piso da produção ocorrido, ainda segundo o texto, nos meses de dezembro e janeiro<sup>44</sup>. O texto ainda citou a resiliência do mercado de trabalho, o aumento dos dados relativos ao comércio varejista, além de aumento da utilização da capacidade instalada da indústria. Mesmo assim, realçou que “as evidências sugerem que seguem reduzidas as pressões de demanda sobre a capacidade produtiva da indústria, embora as taxas de utilização tenham se elevado nos últimos meses.” (BACEN, 2009). Em relação ao setor externo, relatou que “O saldo da balança comercial acumulado em doze meses se reduziu na margem. Sob esse critério, o

---

<sup>41</sup> “O Copom avalia que a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação segue diminuindo. Os sinais de substancial acomodação da demanda doméstica e de moderação de pressões sobre o mercado de fatores, ainda que permaneçam sujeitos a incertezas, devem ensejar redução do risco de repasse de pressões altistas sobre preços no atacado (que, de resto, vêm mostrando deflação nos últimos meses) para os preços ao consumidor.” (BACEN, 2009)

<sup>42</sup> “As perspectivas para a evolução da atividade econômica mostraram melhora desde a última reunião do Copom, ainda que os dados sobre a indústria sigam em parte refletindo processo de redução de estoques e acomodação da demanda externa.” (BACEN, 2009)

<sup>43</sup> “As perspectivas para a evolução da atividade econômica continuaram mostrando melhora desde a última reunião do Copom notadamente, no que se refere ao consumo, ainda que os dados sobre a indústria sigam refletindo a acomodação da demanda externa e do investimento.” (BACEN, 2009)

<sup>44</sup> “A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 1% em junho e 1,3% em julho. Ainda considerando-se a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, a produção física da indústria cresceu 0,4% em junho e 2,2% em julho, o que marcou o sétimo mês seguido de expansão. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu recuo de 10,9% em junho e 9,9% em julho – sendo 9,9% na indústria de transformação e 10,1% na extrativa. O comportamento da série da indústria geral, e de seus componentes, sugere que o piso da produção ocorreu entre dezembro e janeiro, sendo seguido por gradual recuperação, cujo ritmo continua sendo influenciado pela conjuntura internacional, pelas expectativas das empresas e das famílias, bem como pela evolução das condições financeiras domésticas.” (BACEN, 2009)

saldo totalizou US\$27,5 bilhões em junho e se estreitou para US\$27,1 bilhões em julho.” (BACEN, 2009). Quanto às preocupações oriundas do fluxo de capitais:

O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado pela continuidade da diminuição do estresse nos mercados financeiros internacionais, ainda que não de forma monotônica. Ações governamentais inéditas por parte de autoridades americanas e europeias, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados monetários, continuam moderando a percepção de risco sistêmico. Nesse ambiente, seguem sendo registrados sinais de redução na aversão ao risco, como evidenciado pelo comportamento dos mercados acionários internacionais, embora este processo continue sujeito a reversões.” (BACEN, 2009)

“No que se refere ao cenário macroeconômico global, tendências contracionistas prevaleceram sobre as pressões inflacionárias, mas a recuperação da atividade econômica parece ter tido início.” (BACEN, 2009). O colegiado entrevia a saída da crise, bem como os primeiros sinais de retomada da atividade econômica, tanto pela manutenção do cenário favorável do mercado de trabalho, quanto pelo aumento da utilização da capacidade instalada da indústria.

Desse modo, o comitê enxergava esse movimento como um fenômeno global, ligado à flexibilização das políticas monetárias dos países centrais e as demais ações para fortalecer o sistema financeiro e dinamizar as economias nacionais. Na seção “Implementação da política monetária”, a melhora paulatina na atividade econômica, mesmo em um cenário que se conservava predominantemente contracionista, tornou o quadro esperado do nível geral de preços como “benigno”. Contudo, o comitê optou por adotar postura, segundo o próprio documento, “cautelosa”:

O Comitê entende que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado de janeiro a julho, cujos impactos sobre diversos indicadores econômicos ficarão evidentes ao longo do tempo, em contexto de retomada paulatina da utilização dos fatores de produção. O Copom considera, também, que uma postura mais cautelosa contribuirá para mitigar o risco de reversões abruptas da política monetária no futuro e, assim, para a recuperação consistente da economia ao longo dos próximos trimestres. O Copom avalia, adicionalmente, que a preservação de perspectivas inflacionárias benignas irá requerer que o comportamento do sistema financeiro e da economia sob um novo patamar de taxas de juros seja cuidadosamente monitorado ao longo do tempo. (BACEN, 2009)

Nesse contexto, encerra-se o ciclo de baixa da taxa básica de juros, mantendo-se em 8,75% ao ano, sem viés.

## 10.6 A RETOMADA ECONÔMICA E NOVO CICLO DE ALTA DA SELIC

O ano de 2010 representou o início da recuperação da economia brasileira no pós-crise. Se em 2009, como explicitado pela investigação das atas, a economia mostrava os primeiros sinais de retomada, em 2010 seu curso foi pujante. Segundo dados do IBGE, o PIB cresce 7,5%, enquanto o IPCA varia cerca de 5,1%. Além disso, no cenário político, 2010 representou o último ano dos dois mandatos de Luís Inácio Lula da Silva na Presidência da República.

Exemplo único desde a redemocratização, segundo levantamento do Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística (IBOPE), Lula encerrou seu governo com 87% de aprovação popular<sup>45</sup>, conseguindo, inclusive, eleger a candidata situacionista em seu lugar. Dilma Vana Roussef elegeu-se com quase 56 milhões de votos<sup>46</sup>, repetindo a polarização símbolo da “República do Real”, com o PSDB de José Serra. Dilma apareceu como a aposta de Lula para sua sucessão. Então ministra-chefe da Casa Civil, ficou conhecida como “mãe do PAC”<sup>47</sup>, alcunha criada pelo próprio presidente, e tornou-se a preferida da linha sucessória após a crise do chamado “mensalão” fazer suas vítimas, duas em especial: José Dirceu e Antônio Pallocci. O que Singer (2012) chamou de ala desenvolvimentista do governo assumiu proeminência com Dilma, afastando-se gradualmente da experiência e do acordo lulista.

As atas em 2010 refletem basicamente dois movimentos: um de alta da taxa básica de juros a partir da reunião do mês de abril, causada principalmente pelas preocupações do Copom em relação ao nível da atividade econômica e a possibilidade de pressões inflacionárias, e outro de manutenção da SELIC em 10,75%, iniciado no encontro de setembro e que perdurou nas outras duas reuniões posteriores do ano de 2010. Evidentemente, as preocupações do colegiado focavam-se em não permitir vestígios de aceleração inflacionária, ainda mais em um ano eleitoral.

Importante notar que houve movimento diferente realizado em 2002, ano de eleições, com troca de mandatário. Lá, frente ao fraco desempenho da economia real, preferiu-se por sucessivas reduções da SELIC até o ponto onde se avistou a possibilidade de crise cambial. Já em 2010, a alternativa escolhida apareceu na contenção inflacionária frente a uma demanda

---

<sup>45</sup> “Pesquisa Ibope encomendada pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) e divulgada nesta quinta-feira (16) mostra que o presidente Luiz Inácio Lula da Silva chega ao último mês do mandato com recorde de aprovação e popularidade de 87%. A aprovação do governo federal, com 80%, também chega a patamares nunca antes registrados, segundo o Ibope.” (BONIN, 2010)

<sup>46</sup> Segundo dados do TSE, Dilma obteve 55.752.529 votos no segundo turno das eleições presidenciais de 2010. Disponível em: <http://www.tse.jus.br/eleicoes/eleicoes-anteriores/eleicoes-2010/candidaturas-votacao-e-resultados/estatisticas>.

<sup>47</sup> Ver, por exemplo, “Dilma é a ‘mãe do PAC’, diz Lula em morro do Rio” (LIMA, 2008)

agregada que se avolumava. Dessa forma, nesse capítulo serão analisadas duas atas: a de abril, que inicia o ciclo de alta e a de setembro, encerrando esse mesmo ciclo, mantendo a SELIC em 10,75% ao ano.

### 10.6.1 Novo ciclo de alta: 27 e 28 de abril de 2010

Assim como em 2009, na análise de abril realizada pelo Copom, novamente os preços livres surgiram como os responsáveis pela variação positiva do IPCA, alcançando, no primeiro trimestre de 2010, 2,06%. Valor similar obteve o IGP-DI, com seus 2,76%. Evidenciou-se movimento favorável também na indústria, demonstrando forte expansão, com destaque para o setor de bens de capital. Segundo o colegiado:

O comportamento da série da indústria geral e de seus componentes evidencia que a produção industrial mostra trajetória de expansão, em ritmo que continua sendo influenciado pela conjuntura internacional, pelas expectativas das empresas e famílias, bem como pelas condições financeiras domésticas. Esse processo é amparado, além das fontes de crédito tradicionais, pela recuperação do mercado de capitais e pela ação de instituições financeiras públicas. (BACEN, 2010)

Essa intensificação da atividade econômica refletiu positivamente nos dados sobre emprego, rendimento médio e, conseqüentemente, na massa salarial, segundo termo do próprio documento, “fator-chave para sustentação da demanda doméstica” (BACEN, 2010). O comércio varejista apresentou novos números positivos<sup>48</sup>, mais uma evidência do aquecimento da demanda interna. Apenas o setor externo expôs valores não tão favoráveis, consequência ainda da crise internacional. No que se referia ao mercado internacional, o comitê vislumbrou sinais de melhora e os primeiros elementos de dificuldades fiscais em países europeus:

O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado, inicialmente, pela continuidade do processo de normalização da atividade nos mercados financeiros internacionais e, mais recentemente, por certo aumento na volatilidade dos preços dos ativos, ainda que a percepção de risco sistêmico permaneça limitada. Esses desenvolvimentos podem ser atribuídos a questões fiscais em economias maduras, notadamente na Europa. (BACEN, 2010)

Em relação ao cenário macroeconômico, o Copom explicitou a expectativa de retomada da economia mundial em 2010, com intensificação em 2011, puxada sobretudo pelas economias

---

<sup>48</sup> “O volume de vendas do comércio ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, teve elevação de 2,1% em fevereiro, após alta de 1,3% em janeiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve elevação de 13,6% em fevereiro.” (BACEN, 2010)

da periferia do capitalismo contemporâneo. Entretanto, foi apenas na seção “Implementação da política monetária” que o colegiado deixou nítido o motivo principal de suas preocupações, qual seja, a ocorrência de uma inflação de demanda:

O Copom entende que os indicadores divulgados desde a última reunião reforçam a percepção de existência de pressões sobre o mercado de fatores, o que aumenta a probabilidade de que desenvolvimentos inflacionários inicialmente localizados venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação. Nesse contexto, aumenta também o risco de repasse de pressões de alta de custos para os preços no atacado e destes para os preços ao consumidor. O Comitê pondera que a materialização desses repasses, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, segue dependendo de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação e do grau de ociosidade da economia, dentre outros fatores. (BACEN, 2010)

Frente a perspectiva de aumento da demanda agregada interna, seja por aumentos da massa salarial, estímulos fiscais ou expansão do crédito, surgiu como base de possíveis pressões futuras sobre a oferta agregada. Dessa forma:

Para o Copom, os principais riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno derivam, no âmbito externo, de elevações adicionais dos preços de *commodities*; e, no interno, do impulso fiscal e creditício sobre a evolução da demanda doméstica, em contexto de virtual esgotamento da margem de ociosidade na utilização dos fatores de produção. Com efeito, esses desenvolvimentos podem exacerbar um quadro que já evidencia a presença de descompasso entre o crescimento da absorção doméstica e a capacidade de expansão da oferta. (BACEN, 2010)

Por fim, segundo o próprio colegiado “prevaleceu o entendimento entre os membros do Comitê de que competiria à política monetária agir de forma incisiva para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos.” (BACEN, 2010). O Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros para 9,50% ao ano, sem viés.

### **10.6.2 Fim do ciclo de alta: ata de setembro**

Os meses seguintes foram de intensificação do movimento verificado na reunião de abril. Frente a um ritmo de atividade cada vez mais forte e com eleições presidenciais em outubro, o Copom decidiu aumentar sucessivamente a SELIC até o patamar de 10,75% ao ano. É nesse valor em que se encerrou o ciclo de alta na reunião dos dias 31 de agosto e 1º de setembro. O documento iniciou relatando a estabilidade no nível geral de preços nos meses de junho e julho, com acumulado de 3,10% nos primeiros sete meses de 2010. Em relação à

produção industrial, a ata evidenciou expansão em relação ao ano anterior, apesar de estabilidade nos últimos meses<sup>49</sup>, refletindo nos resultados favoráveis de emprego, rendimento médio e massa salarial.

Mais uma evidência do ritmo da recuperação econômica foi a utilização da capacidade instalada da indústria, retornando a patamares pré-crise de 2008. No entanto, assim como na ata da reunião de abril, o setor externo voltou a apresentar resultado negativo, com saldo menor comparado ao verificado em 2009. Já referente ao cenário internacional, apesar do dinamismo apresentando principalmente pelas economias dos países na periferia do sistema, o Copom pareceu alterar suas expectativas:

A recuperação da economia global continua sendo liderada pelas economias emergentes, mas desde a última reunião do Comitê acumulam-se indícios de que a intensidade desse processo poderá ser menor do que se antecipava, em cenário no qual a observância de dinamismo nas economias do G3 (Estados Unidos, Europa e Japão) para 2011 se torna menos provável. (BACEN, 2010)

Após, na seção “Implementação da política monetária”, o colegiado reafirmou essa visão:

Nos mercados internacionais, a volatilidade e a aversão ao risco mantiveram-se elevadas desde a última reunião do Comitê, a liquidez permanece limitada, apesar de a percepção de risco de crise sistêmica mostrar arrefecimento. Preocupações com dívidas soberanas de países europeus e com a desaceleração na China continuam elevadas, ao mesmo tempo em que cresceram as preocupações com a sustentabilidade da recuperação da economia americana. (BACEN, 2010)

Dessa forma, reafirmando também a visão de uma atividade econômica menos robusta, o colegiado decidiu, por unanimidade, manter a SELIC em 10,75% ao ano, sem viés. Essa postura persistiu nas outras duas reuniões do colegiado, nos meses de outubro e dezembro. Encerraram-se, assim, as atas do período lulista.

---

<sup>49</sup> “A série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), na comparação mês a mês, registrou alta de 0,4% em julho, após haver recuado nos três meses anteriores. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, em julho a produção aumentou 8,7%, ante 11,1% em junho. No acumulado em doze meses, após declínios consecutivos de fevereiro de 2009 a março de 2010, pela quarta vez seguida a produção industrial mostrou expansão, de 8,3% (4,5% e 6,5% em maio e junho, respectivamente).” (BACEN, 2010)

## 11 A REPÚBLICA DO REAL: UMA SÍNTESE

Marcos Nobre referiu-se à “República do Real” em coluna na Revista Piauí, de dezembro de 2019. Nela, com título *Contagem Regressiva*, o filósofo afirmou:

Mas por que mirar em FHC quando é Bolsonaro o presidente? Lula fala de “oposição” como se ainda estivesse na Presidência da República e como se o PSDB ainda tivesse força para liderar a oposição a seu governo. Como se ainda estivéssemos na República do Real, encerrada definitivamente com a eleição de Bolsonaro. Como se o adversário a derrotar fosse o terço “nem nem” – que nem apoia nem rejeita Bolsonaro – e não o próprio Bolsonaro. (NOBRE, 2019)

O tema reside no governo Jair Bolsonaro e nas respostas necessárias do que chamou de “campo democrático”. Em momento anterior, em entrevista ao site do jornal El País, de 19 de novembro de 2018, novamente tratando sobre a eleição de Jair Bolsonaro: “Na República do Real você tinha dois polos, PT e PSDB, e outros partidos em volta. Nesse momento, as pessoas não têm para onde olhar. E isso dá muito medo. O sistema está muito desorganizado.” (BETIM, 2018). O filósofo e cientista político não define de maneira detalhada o que viria a ser a chamada “República do Real”. Nos trechos citados, faz menções ao comportamento dos atores políticos, com destaque para o PT, o PSDB e, como referências da seção 6.2, o peemedebismo. Após leitura do material, considera-se que, para o autor, a República do Real seria uma espécie de “sistema” que coordena o espaço de ação e manobra dos principais atores políticos, construindo sua legitimidade e perspectivas de longo prazo. Estabelece, assim, as regras do jogo político.

A investigação empreendida neste trabalho converge para a análise de Marcos Nobre. Sob os auspícios de um plano de estabilização, impôs-se novo movimento à economia brasileira. Por trás da necessidade de combate à inflação, arregimentou-se um bloco no poder díspar, a partir de 1994, elaborando, com isso, novos elementos de legitimidade do campo político, isto é, da ação pública, em cujo centro encontrava-se a luta permanente contra a elevação do nível geral de preços. Como se delineou nesta pesquisa através do estudo das atas do Copom, o Plano Real transformou-se em marco institucional do desenvolvimento econômico nacional. Nesse sentido, tornou-se capaz de imprimir tendências de longo prazo ao ritmo de crescimento econômico, levando, paulatinamente, a sua financeirização gradual. Assim, Plano Real e financeirização aparecem como dois lados da mesma moeda, faces diferentes da hegemonia do capital financeiro.



A análise depreende três aspectos relevantes desse processo: a constituição de um bloco no poder, com predominância do capital financeiro, em geral, e das finanças nacionais, em particular; a formação de uma cena política de aparente polarização, na gestão econômica, entre PT e PSDB, cujas maiores diferenças residiam na política fiscal, sem comprometer, contudo, a execução da política de superávit primários. E, por fim, o reposicionamento verificado a partir de 2004 e 2005 do que Boito Júnior (2012) chamou de burguesia interna, cujas evidências nas atas encontram-se nas constantes preocupações de possíveis pressões de demanda agregada nos preços internos.

Neste trabalho, a “República do Real” é abordada como a forma que o capitalismo contemporâneo assumiu nos cenários econômico e político brasileiros, a partir de 1994. Representa o modelo especificamente brasileiro no processo de aumento da dominação do capital sob o trabalho, fase ulterior da Revolução Burguesa no Brasil (FERNANDES, 1975), em seus contornos financeirizados. Se o conteúdo desse movimento se encontra no bloco no poder constituído, apresentando a hegemonia financeira, sua forma transparece no peemedebismo intrínseco da política nacional e na aparente polarização, em política econômica, entre PT e PSDB.

O chamado ideológico à luta perpétua contra a inflação traduz-se nos ditames do Plano. Prefere-se a vigilância eterna frente a uma inflação “que virá”, projetada, à constatação que o problema do desenvolvimento econômico brasileiro é o *próprio plano*. Escolhe-se a leitura que molda a realidade em detrimento do real do modelo. Essa é a base ideológica da “República do Real”. Após a análise das atas, descortina-se com a investigação do que demonstram, do que se depreende dos seus relatos, de suas hesitações, certezas e ambiguidades, considerando à economia política da qual fazem parte.

### 11.1 A APARENTE POLARIZAÇÃO DA CENA POLÍTICA: PT, PSDB E PMDB

PT e PSDB tornaram-se, ao longo das décadas de 1990 e 2000, duas das maiores agremiações partidárias do país, junto com o PMDB. Segundo dados do Tribunal Superior Eleitoral (TSE), em outubro de 2002, PT e PSDB possuíam respectivamente 828.781 e 1.049.902 filiados. Já no mesmo mês de 2010, esses números chegavam a 1.394.039 e 1.315.208, um aumento respectivo de 68,20% e 25,26%. Ainda segundo informações do TSE, ambas apresentaram crescimento em suas representações na Câmara dos Deputados, nas eleições de 1994 e 1998. Conforme tabela apresentada na seção 6.2, o PT acelerou ainda essa

evolução nas eleições de 2002, mesmo ano em que o PSDB registrou queda, atingindo 13,8%, trajetória concomitante à perda das eleições presidenciais.

Situação parecida ao do então PMDB (hoje, MDB), que passou de 21,7% da Câmara Federal, em 1990, para 14,4%, em 2002. Outro partido que compunha o núcleo da coligação governista, o então PFL (atualmente Democratas) passou de 24,6 para 16,4% da Câmara Federal. Pode-se notar que, apesar de compor a dicotomia instalada a partir de 1994, o PSDB não aparecia como o maior partido do espectro da base eleitoral da coligação, nem em representações na Câmara dos Deputados, ou mesmo em número de filiados. Esse quadro alterou-se levemente em 1998, momento em que obteve mais cadeiras que o PMDB, ficando atrás ainda do então PFL. Como demonstrou a tabela da seção 6.2, em relação ao outro lado dessa dinâmica, o PT demonstrou evolução favorável durante todo o período, passando de 7,0, em 1990, para 17,7%, em 2002.

Por isso, a investigação sobre o relativo equilíbrio político construído no durante o Plano Real, aponta, necessariamente, para a existência de dois campos: um capitaneado pelo PT e outro pelo PSDB. As diferenças de organização de cada um dos partidos, bem como suas estruturas políticas, explicam, pelo menos em parte, o motivo pelo qual um desses campos é liderado pelo maior partido de seu espectro, enquanto isso não ocorre com o campo oposto. Diferentemente do PT, oriundo do novo sindicalismo e de setores intelectuais ligados, sobretudo, à Igreja progressista e às universidades (SECCO, 2011), o PSDB formou-se através da união de antigos quadros do PMD. Segundo Roma (2002), o pragmatismo da política ecoou mais forte do que a ideologia na formação do partido.

Nesse contexto, se o PT possui duas almas (SINGER, 2010), o PSDB encontrou a sua nas eleições de 1994. A popularidade do então ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, após a queda da inflação já nos primeiros meses de implementação do Plano Real, permitiu ao partido pleitear, com chances de vitória, a cadeira presidencial. A aliança com o PFL deu início aos oito anos que se seguiram, implementando a política econômica já observada nesta pesquisa, com juros altos e câmbio apreciado, até 1999. Associam-se, assim, os oito anos dos governos Fernando Henrique Cardoso à construção das bases para a hegemonia financeira, constituindo os instrumentos utilizados na primazia dos juros, quais sejam, o espectro do “terror inflacionário” combatido pela elevação da taxa básica de juros, apreciação cambial e retração da economia real. Em linhas gerais, tem-se a síntese da macroeconomia usada na luta contra a inflação a partir de então.

O PT chegou ao governo federal em 2002, enfrentando uma coligação do PSDB em conjunto com PMDB. Encerrou-se, nesse ano, a aliança dos primeiros oito anos com o PFL. Já Lula concorreu com o apoio do Partido Liberal, Partido Comunista do Brasil, Partido Comunista Brasileiro e o Partido da Mobilização Nacional, centrando sua campanha na necessidade de combate à fome e as desigualdades sociais, sem, no entanto, propor modificações nas bases do Plano Real e, especificamente, em sua política monetária. A Carta ao Povo Brasileiro, apresentada no capítulo 7, revelou a nova face da estratégia lulista.

Esse movimento ao centro do espectro político teve três momentos significativos entre 2002 e 2005: a já citada Carta ao Povo Brasileiro, ocasião em que o então candidato comprometeu-se no combate à inflação e no cumprimento de contratos; o forte ajuste ocorrido logo no início do mandato em 2003, ampliando a meta de superávit primário, bem como dando ensejo à elevação contínua da taxa básica de juros e iniciando um novo ciclo de apreciação cambial; e, por fim, no acordo realizado com o então PMDB, logo após as denúncias do que ficou conhecido na opinião pública como “crise do mensalão”. Assim, o PMDB, que havia participado da coligação de José Serra e dos governos de Fernando Henrique Cardoso, iniciava sua participação no primeiro governo Lula. Esse acordo prosseguiu nos anos posteriores, tendo como auge a indicação do candidato à Vice-Presidência nas eleições de 2010, o então deputado federal Michel Temer.

Ambas as alianças com o PMDB demonstram talvez o conteúdo, o movimento subterrâneo da consolidação do Plano Real como parte da “verdade” do tempo em análise. O peemedebismo, de fato, movimentou a política nacional através do imobilismo, usando aqui termos de Nobre (2013). Apesar da polarização nos contornos do pós-Plano, o PMDB tornou-se peça central dessa dinâmica, uma espécie de “avalizador” contra eventuais extremismos, em um papel muito parecido com o que exerceu o PSD entre os anos de 1945 a 1964. Como afirmado no capítulo 6, o Plano Real não somente impôs limites ao peemedebismo, mantendo-o relativamente sob controle, mas, justamente em seu encaixe, conservou-o na base do sistema político.

Pode-se afirmar que a cena política partidária brasileira a partir de 1994 possui duas pontas e um vértice, algo que desponta como um “V”, apresentando em cada segmento PT e PSDB e peemedebismo atuando como o “ponto em comum” desse movimento. As atas vão ao encontro desse cenário através do tratamento de dois itens que compõem a política econômica: a política monetária e a fiscal. É no tratamento da segunda que acontecem as principais diferenças entre os dois vértices desse “V”: um campo, capitaneado pelo PSDB, defendia o que

se poderia chamar de um ajuste permanente através de uma política perene de controle de gastos. Já o outro, o do PT, buscava uma política fiscal mais atuante, principalmente em momentos de queda de demanda agregada, como na crise do *subprime* em 2008, sempre que um aumento do gasto público não comprometesse o cumprimento das metas de superávit primário.

Portanto, os dois lados defendiam e implementavam o tripé macroeconômico em seu conjunto, o qual seguido à risca desde o ano de 1999. Nesse sentido, vislumbra-se a existência de uma polarização aparente, parcial, na medida em que, considerando somente a política econômica, ocorre apenas nas definições de política fiscal. Evidentemente, tais decisões impactam no montante e no perfil do gasto público, refletindo em outras políticas implementadas pelo governo. As políticas públicas construídas durante os governos Lula evidenciam esse cenário, pois dependem da performance fiscal do governo federal.

Afirmar que a principal divergência entre ambas as pontas desse “V” residia, em termos de política econômica, na área fiscal, não dilui outras diferenças para além do espaço econômico. Nesse contexto, não se pretende enfatizar a continuidade entre os governos Fernando Henrique Cardoso e Lula, mas afirmar que o diálogo e a mediação expostas na Carta ao Povo Brasileiro acenam para poucas mudanças na política monetária e na atuação do Banco Central. Assim, por mais que em outras áreas as diferenças fossem maiores e explícitas, a política monetária marcou um tom de continuísmo entre Fernando Henrique Cardoso e Lula. A aparente polarização tinha como pano de fundo o espectro do modelo do Plano Real, do tripé macroeconômico e do peemedebismo.

## 11.2 A HEGEMONIA DO CAPITAL FINANCEIRO E O REPOSICIONAMENTO DA BURGUESIA INTERNA

O conjunto dessa pesquisa expressa-se na predominância do capital financeiro no direcionamento de recursos da economia brasileira pelos moldes estabelecidos no Plano Real. No decorrer do trabalho, as atas revelaram que, sob o suposto combate à aceleração inflacionária, escondia-se um modelo macroeconômico de longo prazo, combinando tendência de juros altos, moeda doméstica sobrevalorizada e exíguo crescimento econômico.

Institucionalmente, não há dúvidas quanto ao papel exercido pelo Banco Central brasileiro e, em específico, do Comitê de Política Monetária, no estabelecimento e execução dessa dinâmica. Guardião da estabilidade monetária, constatou-se que o faz mesmo em

detrimento da atividade produtiva. O estudo evidenciou que durante todo o período em observação a prioridade residiu no controle do nível geral de preços, mesmo que isso significasse baixo crescimento do produto, elevação do desemprego e queda na renda média da população.

As bases estabelecidas em 1994, consolidadas pelo Proer, bem como a maxidesvalorização de 1999 e a consequente adoção do regime de metas, perduraram durante o período analisado. Como expresso na seção anterior, a descontinuidade ficou a cargo da política fiscal, mesmo assim não foram abandonados conceitos como superávit primário e o cumprimento de suas metas ano após ano.

Desse modo, pode-se vislumbrar a seguinte cronologia da hegemonia das finanças no Brasil: a execução do Plano Real deu início à construção das bases dessa dinâmica e a constituição de conceitos legitimadores para tais políticas, a inflação e a necessidade de seu combate a todo custo surgiu como seu principal instrumento ideológico. A efetivação da hegemonia perpassou os primeiros quatro anos de governo Fernando Henrique Cardoso. A crise cambial, seguida da maxidesvalorização de 1999, permitiu que o modelo pudesse reciclar suas bases ganhando em flexibilidade e abrindo mais um mercado: o de câmbio. É o tripé macroeconômico e a adoção das metas para a inflação que consolidam o Real como receituário macroeconômico de longo prazo, tornando-o institucional e fazendo da taxa básica de juros a principal ferramenta utilizada pelo Banco Central. A retomada da economia brasileira verificada a partir do biênio 2004 e 2005, com a recuperação da atividade produtiva, estabeleceu, ainda segundo as atas, a necessidade de uma maior atenção à economia real, sobretudo, em relação a possíveis pressões de demanda agregada sob os índices de preços. Inaugura-se, assim, um terceiro período do Plano, qual seja, o que se chamou aqui de reposicionamento da burguesia interna no interior do bloco no poder.

O *boom* de *commodities*, resultado da demanda crescente da economia chinesa, analisada no capítulo 9, surgiu como a condição de possibilidade para a ocorrência de níveis mais altos de crescimento do produto combinado a uma inflação sob controle. Dessa maneira, superou-se momentaneamente o gargalo externo, sem alterações nos alicerces do Plano. Superávit em transações correntes, oriundo do desempenho positivo do setor externo e a consequente entrada de dólares na economia brasileira, permitiram o funcionamento do que Carneiro (2005) chamou de âncora cambial implícita, operando, com isso, sem a necessidade de elevações adicionais na taxa básica de juros. Criou-se, assim, um cenário propício para o combate à inflação via apreciação cambial, sem pressionar aumentos na taxa SELIC,

possibilitando melhores condições para a atividade produtiva. Essa margem de manobra permitida pela “resolução” do gargalo externo, somada ao próprio efeito multiplicador no conjunto da economia, ensejou a retomada econômica interna, principalmente, via consumo. Nesse ínterim, os segmentos mais beneficiados foram agronegócio, com participação decisiva nos resultados do balanço de pagamentos, construção civil e o setor de serviços.

A partir do final do primeiro governo Lula, constatou-se uma recuperação da atividade produtiva. De acordo com os dados expostos e seguindo os relatos das atas das reuniões do Copom, essa retomada deu seus primeiros passos ainda no segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, no ano 2000, tendo como componente central o mercado externo, alavancado pela depreciação cambial. O “apagão” energético de 2001 interrompeu esse movimento, impactando, sobremaneira, na atividade econômica. As incertezas de 2002 e o forte ajuste executado no início do governo de Lula ainda serviram para segurar, de certa forma, o avanço das principais variáveis econômicas.

No entanto, após o ajuste de 2003, já em 2004, o cenário se modificou. Os bons resultados do setor externo “resolveram” um dos gargalos produzidos pelo Plano, qual seja, a tendência a déficit crônicos no balanço de pagamentos. Com a margem de manobra obtida através do comércio internacional e com impactos dos aumentos paulatinos na demanda agregada, bastante influenciado pelas primeiras medidas adotadas de combate à pobreza, durante os governos Lula, os sinais da retomada econômica intensificaram-se no segundo semestre de 2005. Nesse período, vislumbra-se o fenômeno não apenas através dos dados expostos pelas atas, mas também pela constante preocupação do Copom em relação a possíveis pressões de demanda agregada no nível geral de preços.

Registra-se o espanto com que o colegiado vislumbrou os resultados do comércio internacional e os primeiros ecos no mercado de trabalho e na renda da população. É esse reposicionamento, iniciado no biênio de 2004 e 2005, pouco antes do novo realinhamento eleitoral comentado por Singer (2012), e no mesmo ano da crise do “mensalão”, no qual, segundo Boito (2012), o então presidente obteve apoio da Fiesp, que permitiu a ênfase no crescimento econômico e na geração de empregos do segundo mandato de Lula. A popularidade de Lula, com a aprovação recorde registrada no final de seus dois mandatos, em 2010, refere-se aos resultados de seu segundo governo, sendo que, na maioria das vezes, o ajuste realizado entre os anos de 2003 a 2004, passa ao largo das imagens projetadas pelo lulismo.

Nesse cenário, não é possível negar que a nova dinâmica da economia brasileira a partir do final do primeiro mandato de Lula e as consequências verificadas na economia política das

relações sociais e econômicas do país. Marcou talvez o primeiro impasse em uma década entre as frações que compunham o bloco no poder no período, cuja resolução passou por um ganho de espaço de parcela da burguesia interna, sem apresentar, no entanto, contestações em relação à hegemonia financeira. Como as alterações verificadas efetuaram-se dentro do próprio modelo estabelecido pelo Real, a estrutura que mantém a hegemonia financeira permaneceu inalterada. Se por um lado, a taxa básica de juros não se fixava no mesmo patamar encontrado durante os governos Fernando Henrique Cardoso, a moeda apreciada cumpre o papel de permitir ganhos em dólares aos que possuem riqueza financeira. Logo, mesmo um cenário propício à atividade produtiva ocorreu não a despeito das bases do Plano, mas sob seu jugo, através de seus instrumentos.

### 11.3 A CLASSE TRABALHADORA

Tem-se aí a base tradicional do Partido dos Trabalhadores e do próprio presidente Lula. Diferentemente do exposto por Singer (2012), mesmo admitindo-se a importância do subproletariado na base do lulismo, os resultados desta pesquisa não levam a admissão de que tal programa tenha se pautado estrategicamente pelos interesses desta fração de classe.

De fato, o que se viu durante a investigação foi como a partir de 2004 e 2005 a atividade produtiva ganhou fôlego e os olhares dos presentes nas reuniões do colegiado. No entanto, a ação estratégica do governo transborda para outras frações. As políticas em benefício à classe trabalhadora segam essa postura.

Assim, apesar da divergência com a argumentação de Singer (2012), afirma-se que durante os governos Lula, a classe trabalhadora encontrou um lugar: seu papel será, no agregado, ao de consumo como componente da demanda agregada. A cidadania do consumo foi tema de análises do período e engloba de maneira perspicaz o papel dos trabalhadores formais e informais na execução da estratégia lulista.

Essa talvez seja a face mais visível dos governos Lula ou, pelo menos, a descontinuidade mais notada frente às políticas construídas durante os anos de Fernando Henrique Cardoso. O arrocho salarial e os índices elevados de desemprego deram lugar a discursos que enfatizavam o pleno emprego e o aumento da renda do trabalhador. Apesar de grande parte dos recursos da área fiscal responderem aos ensejos dos empresários foram seus resultados no bem-estar dos trabalhadores que marcaram às imagens do lulismo.

Considera-se que o lulismo não implementa um programa do subproletariado, porém dá lugar a essa própria fração de classe, somada à fração formalizada no modelo de política econômica implementado. Construiu, assim, perspectiva de futuro para os trabalhadores em geral. O lulismo em toda a sua dinâmica lembra ainda as antigas teses do Partido Comunista Brasileiro de uma possível aliança entre uma burguesia nacional esclarecida e a classe trabalhadora. Não é à toa, como exposto por Boito (2012), o apoio da Fiesp ao governo durante a crise do mensalão, juntando-se aí à CUT e a outras entidades sindicais. Portanto, a retomada da atividade econômica ressoou entre variáveis como emprego e renda, estabelecendo novo espaço no modelo executado.

#### 11.4 O REAL E OS IMPASSES DE NOSSO TEMPO

Discorrido sobre o modo como o Plano Real se transfigurou, de um mero plano de estabilização econômica para um modelo de desenvolvimento de longo prazo. Tal conjunto de medidas influenciava, sobremaneira, o movimento tendencial da economia brasileira. Evidentemente, as variáveis econômicas não existem como fenômenos isolados. Pelo contrário, apresentam-se como sintomas, expressões das relações entre classes e frações de classes, seus interesses, as políticas que defendem e as ideologias que as constituem.

O Real como modelo de desenvolvimento econômico impactou na configuração social e política da sociedade brasileira, construindo um bloco no poder específico, em cujo epicentro encontrava-se a burguesia financeira em geral e sua face nacional, em específico. Os obstáculos encontrados, como a crise cambial de 1999, foram superados com mudanças de operacionalidade, em sua forma, sem tocar, entretanto, no conteúdo de sua dinâmica.

As alterações ocorridas em 2004 e 2005 abrem espaço para um reposicionamento de parcela da burguesia interna, mas não, pelo menos até aquele momento, para contestações à hegemonia financeira. Esse percurso não apresentou desenlace. O Plano Real, sua estrutura e o movimento que ensejou, representou a face econômica da estabilidade política pós-redemocratização e o suposto sucesso da democracia liberal brasileira. No entanto, assim como suas bênçãos derramaram-se por sob os brasileiros em 1994, suas amarras avolumaram-se no decorrer do período. Segundo o estudo das atas, a condição de possibilidade do modelo concomitante a um cenário de crescimento econômico, com aumentos do emprego e renda, surgia na obtenção de saldos positivos no balanço de pagamentos. Na medida em que o setor externo não garantiu sua força, o modelo iniciou trajetória cadente, resultando em possível conflito distributivo, em um cenário bastante similar ao



encontrado por João Goulart nos anos anteriores a 1964. A crise do *subprime* de 2008, seguida de virtual fechamento do comércio internacional, mostrou os limites da República erigida sob o Real. Contudo, com encerramento do segundo mandato de Lula em 2010, recaiu sob a presidente Dilma a responsabilidade de gerir o impasse que se avizinhava. Já é conhecido o desenrolar dessa história.

Portanto, o impasse continua. Como já reafirmado, crescimento econômico pífio, alto desemprego e queda na renda média da população não se apresentam como consequências do Plano, mas são o próprio plano. Depreende-se desse trabalho que a República do Real esteve durante todo o período analisado suportada em bases ficcionais. A suposta tecnicidade, dita para além dos contornos ideológicos, tornou-se instrumento para o roteiro de uma ficção. Preferiu-se a eterna luta contra a inflação à realidade das amarras de um modelo que condena a economia do país a um cenário de baixo crescimento perpétuo.

## 12 CONCLUSÃO

A hipótese principal, norte deste trabalho, vislumbrou no Plano Real o marco institucional da economia brasileira, a partir de 1994, influenciando sua trajetória de longo prazo, ou seja, o próprio desenvolvimento econômico do país. Esse processo, em sua configuração entre classes e frações de classe, engendrou o que se chamou no decorrer da pesquisa de hegemonia do capital financeiro, em geral, e das finanças nacionais, em particular. Esse cenário alterou-se no biênio de 2004 e 2005, quando um movimento de retomada econômica, puxada por segmentos lastreados na demanda agregada interna, permitiu um reposicionamento de parcela da burguesia interna no bloco no poder. Segmentos como construção civil, serviços e ligados ao setor externo, ganharam novo impulso na dinâmica econômica brasileira. As preocupações expressas nas atas do Copom em relação a possíveis pressões inflacionárias, bem como a exposição do desempenho das variáveis relacionadas a essas atividades evidenciam o início do processo de recuperação econômica.

Ao longo dos anos, desde sua criação, o Copom tornou-se espaço privilegiado na elaboração e execução da política monetária brasileira, expressando nos relatos de suas reuniões os principais elementos que constituem as realidades econômica e política do país. Suas análises e avaliações transformaram-se em aspectos relevantes na dinâmica econômica nacional, influenciando a economia em seu conjunto. Nesse contexto, não é possível deixar de lado a maneira como interfere no percurso da economia brasileira, na medida em que determina duas das principais variáveis do cenário econômico, quais sejam, a taxa básica de juros e o câmbio. Ao fixar um dos elementos formadores do custo da moeda, ativo central em uma economia monetária de produção, influi, inclusive, nos elementos políticos cujas bases materiais encontram-se no Plano Real.

Assim, o objetivo desta tese não se encontra na análise isolada dos governos do presidente Fernando Henrique Cardoso ou do presidente Lula. Nem, tampouco, debruçou-se estritamente sobre as políticas monetárias de um ou outro governo. A investigação desenrola-se justamente na trajetória de financeirização da economia brasileira cuja linha de continuidade, seu conteúdo, transparecia na implementação do Plano Real. Trata-se, assim, de movimentos conjugados e convergentes, analisados sob as lentes das atas do Comitê de Política Monetária.

Dessa forma, uma das primeiras tarefas desse trabalho foi a defesa da validade das atas do Copom como objetos de análise relevantes, apresentando-as como **sintomas de seu tempo**, ou seja, expressões do processo histórico do qual fazem parte. Nesse ínterim, estabeleceu-se como marco teórico do período em observação a financeirização paulatina e gradual da

economia brasileira. É justamente esse processo que enseja mudanças substanciais tanto no perfil da economia do país como do bloco no poder que sedimentou essa trajetória na configuração de classes e frações de classe. Neste ponto, ressaltou-se as principais contribuições metodológicas no ferramental analítico utilizado, isto é, os trabalhos de Marx na formalização dos conceitos de classes sociais e frações de classe, e o de Poulantzas com seu bloco no poder.

Como exposto na Introdução, a análise das atas ultrapassou a simples citação de variáveis e dados. Cada documento abre um leque de informações, apresentando-se como a avaliação do Copom em relação ao momento histórico em específico. Apenas dessa maneira tornou-se possível compreender as palavras empregadas, certa dubiedade em suas redações, ou mesmo as omissões de uma ou outra variável. É nesse cenário e diante dessa diversidade de dados transpassada de interpretações que ocorre o estudo de cada relato.

Nesse contexto, utilizando a periodicidade de cada mandato como marco de estudo e apresentação, a análise das atas permitiu vislumbrar momentos de descontinuidade na trajetória de longo prazo tanto da política monetária quanto do desempenho da economia em seu conjunto: a maxidesvalorização de janeiro de 1999 e a posterior implantação do chamado regime de metas de inflação, e a retomada econômica durante o biênio de 2004 e 2005. Como visto no capítulo XX, essa recuperação já aparecia como possibilidade nas atas do ano 2000 e 2001; entretanto, foi abortada devido à chamada crise do “apagão”, em 2001. Após o quase colapso cambial de 2002, reflexo das eleições presidenciais e do que se chamou na época de “risco Lula”, e o combate à elevação do nível geral de preços em 2003, somente as atas de 2004 começam a apresentar sinais de uma aceleração do crescimento econômico.

Cabe ressaltar que, como demonstrado ao longo do trabalho, em nenhum desses momentos verificaram-se alterações substanciais nas bases do Plano Real. Mesmo com a maxidesvalorização e a adoção do regime de metas, a valorização cambial continuou servindo como peça-chave no suposto combate à inflação no país. Além disso, constatou-se que o grande esforço do Copom em 2003, quando o nível geral de preços parecia manter a trajetória de elevação herdada do ano anterior, foi trazer novamente a política monetária para os pilares do plano, com o retorno do real valorizado através de elevações sucessivas da taxa básica de juros. No entanto, a retomada do biênio de 2004 e 2005, com desempenho favorável do setor externo, trouxe consigo um fato novo: a atração de dólares não mais precisou ser feita por meio da taxa Selic, abrindo espaço para a apreciação cambial ocorresse em um cenário de queda da taxa básica de juros, beneficiando, com isso, a retomada econômica com base na demanda agregada interna sem significativas pressões inflacionárias. Assim, é essa brecha oriunda do setor externo que permitiu para o reposicionamento da burguesia interna no bloco no poder dominante.

Nesse sentido, os alicerces do Plano Real, apresentadas no capítulo 4, tornam-se evidentes nas análises do Copom, principalmente devido a dois fatores: combate à inflação com elevação da taxa básica de juros, impactando na demanda interna, e utilização de uma âncora cambial explícita, até janeiro de 1999, e implícita a partir de então. Essa vinculação entre controle do nível geral de preços e apreciação cambial transparece, por exemplo, nas atas do ano de 2003, quando o Copom iniciou mais um ciclo de alta da taxa Selic. A investigação mostrou, assim, que longe de ser apenas um custo ou elemento desfavorável no combate à elevação do nível geral de preços, baixo crescimento econômico tornou-se cerne do próprio plano, trazendo um impasse para a política monetária.

Nesse contexto, pode-se afirmar que elevação da Selic e valorização cambial transformaram-se, ao longo do período em observação, em duas variáveis-chave no processo de financerização, seja por servirem como lastro de riqueza financeira ou mesmo por facilitarem a obtenção de rendimentos em dólares. Dessa maneira, no campo da economia política, o Plano Real trouxe consigo a primazia dos interesses do capital financeiro em detrimento de outros objetivos de política econômica. Verificou-se que apenas com a recuperação econômica iniciada entre os anos de 2004 e 2005, outros interesses passaram a ter espaço na condução da política econômica.

Nesse sentido, as atas, a partir desses anos, mostraram não apenas as crescentes preocupações do Copom em relação a possíveis pressões inflacionárias oriundas do aquecimento da demanda interna, mas também a recuperação de segmentos como construção civil, indústria e serviços, além daqueles ligados ao setor externo. Contudo, reafirma-se que em nenhum momento alterou-se o modelo de política monetária, nem as bases do Real. Conseqüentemente, também que não se verificaram ameaças à hegemonia financeira no bloco no poder instituído pelo Plano, constatando-se, a partir do governo Fernando Henrique Cardoso, um fortalecimento do capital financeiro nacional frente a competição externa. Posição que se manteve ao longo dos governos Lula.

Portanto, considerando que o Plano Real não somente influenciou, sobremaneira, a dinâmica econômica brasileira, mas também sedimentou as bases de uma configuração de classes e frações de classe em específico, cuja hegemonia reside no capital financeiro, procurou-se uma síntese desse período. Tem-se, assim, o que Nobre (2018) chamou de **“República do Real”**. Em outras palavras, a forma que o capitalismo contemporâneo, em bases financeirizadas, desenvolveu-se nos cenários econômica e político brasileiros. Assim, o Plano Real, muito mais do que um plano de estabilização, construiu os elementos de significado para

certa conjuntura política e econômica no país, transformando-se em elemento balizador na construção de “sentidos” nas respectivas dinâmicas.

Na cena política, a “República do Real” caracterizou-se pela aparente polarização entre PT e PSDB, apresentando divergências na elaboração e execução da política fiscal, sem, contudo, apresentar diferenças substanciais na política monetária. Esse movimento em “V” possuía como vértice o que Nobre (2013) chamou de peemedebismo, o conteúdo da política nacional que o Plano Real conseguiu conter, mas, para tanto, conservou no arranjo político de ambos os governos analisados.

Assim, as atas analisadas sob a luz do processo histórico em que se inserem mostraram a construção e manutenção da hegemonia do capital financeiro na economia política brasileira, com um reposicionamento de parte da burguesia interna a partir dos anos 2004 e 2005. Apesar disso, vislumbrou-se uma linha de continuidade em relação à política monetária durante os governos de Fernando Henrique Cardoso e Lula, com divergências concentrando-se na política fiscal, sem, entretanto, pôr em risco a política de superávits primários. As atas não fazem referências explícitas à cena política; no entanto, a polarização PT e PSDB marcou o período, apoiando-se em arranjos políticos em que o peemedebismo possuía destaque.

O Plano Real, dessa forma, surge como um conceito, algo que marca não apenas a esfera econômica nacional, mas também a política, o bloco no poder e os arranjos governamentais. Sob o slogan de combate à inflação constrói sua legitimidade ao longo do tempo, sem grandes contestações de sua pertinência e influência na trajetória de longo prazo da economia brasileira. O “pavor inflacionário” amplifica suas virtudes, desvanece suas fraquezas e emudece seus críticos. Sua “razão de ser” edifica-se na “inflação futura”, a elevação “projetada” dos preços internos, sem data para ocorrer, mas que espreita toda sociedade brasileira. Percebeu-se, assim, ao longo do trabalho, que o Plano Real, sob a insígnia de “conquista de todos os brasileiros”, transformou-se também em seu condicionante, deixando como rastro um nível geral de preços relativamente controlado, baixo crescimento e reflexos nos níveis de emprego e renda, somente revertido com resultados favoráveis do setor externo. Portanto, o Plano Real, com as contradições que o fazem marco institucional da economia brasileira, tornou-se um impasse que se acumula desde então.

## REFERÊNCIAS

2000 será um ano bom para o Brasil diz FHC. **Folha de Londrina**, Londrina, 4 jan. 2000. Disponível em: <https://www.folhadelondrina.com.br/geral/2000-sera-um-bom-ano-para-o-brasil-diz-fhc-244656.html>. Acesso em: 19 dez. 2019.

ADORNO, Theodor; HORKHEIMER, Max. **Dialética do esclarecimento**: fragmentos filosóficos. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 1984.

ALISKI, Ayr. Economistas defendem ações como o Proer. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 7 out. 2008. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/489000/noticia.htm?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 8 jul. 2019.

ALLENCAR, Keneddy. Governo quer blindar Palocci para tranquilizar mercado. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 21 ago. 2005. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u71635.shtml>. Acesso em: 12 jul. 2019.

ANTONIO Palocci pede afastamento; Guido Mantega assume o Ministério da Fazenda. **UOL**, São Paulo, 27 mar. 2006. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/ultnot/especial/2006/03/27/ult2643u168.jhtm>. Acesso em: 11 jul. 2019.

ARIDA, Pérsio; LARA RESENDE, André. **Inertial inflation and monetary reform in Brazil**. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 1985. (Texto para Discussão, n. 85).

AVELLAR, Ana Paula Macedo de. **Dívida mobiliária federal na abertura financeira dos anos 90**. 2001. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade de Campinas, Campinas, 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Atas do Copom**. Brasília, desde 21ª reunião em janeiro de 1998 até 155ª reunião em dezembro de 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 21 mai. 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 1, n. 3, 1999a

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Reestruturação bancária no Brasil**: o caso do Proer. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, Brasília, n. 38, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Definição e histórico**. Brasília, [2019?]. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/htms/copom\\_normas/a-hist.asp?idpai=co&frame=1#:~:text=O%20Comit%C3%AA%20de%20Pol%C3%ADtica%20Monet%C3%A1ria,definir%20a%20taxa%20de%20juros.&text=Formalmente%2C%20as%20compet%C3%A2ncias%20do%20Copom,divulgar%20o%20Relat%C3%B3rio%20de%20Infla%C3%A7%C3%A3o](https://www.bcb.gov.br/htms/copom_normas/a-hist.asp?idpai=co&frame=1#:~:text=O%20Comit%C3%AA%20de%20Pol%C3%ADtica%20Monet%C3%A1ria,definir%20a%20taxa%20de%20juros.&text=Formalmente%2C%20as%20compet%C3%A2ncias%20do%20Copom,divulgar%20o%20Relat%C3%B3rio%20de%20Infla%C3%A7%C3%A3o). Acesso em: 15 out. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Circular nº 2.698**. Brasília, 20 jun. 1996.  
Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1996/pdf/circ\\_2698\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1996/pdf/circ_2698_v1_O.pdf).  
Acesso em: 14 abr. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Circular nº 2.780**, Brasília, 12 nov. 1997.  
Disponível em:  
<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=2780>  
. Acesso em: 14 out. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Circular 2.868**, Brasília, 4 mar. 1999.  
Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1999/pdf/circ\\_2868\\_v2\\_1.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1999/pdf/circ_2868_v2_1.pdf).  
Acesso em: 14 abr. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Carta aberta ao Ministro da Fazenda**.  
Brasília, 21 jan. 2003. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2003.pdf>.  
Acesso em: 11 abr. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **PROER: Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional**. Brasília, [2020?].  
Disponível em:  
<https://www.bcb.gov.br/htms/proer.asp?frame=1#:~:text=A%20credibilidade%20%C3%A9%20o%20aspecto%20de%20maior%20relev%C3%A2ncia%20para%20a%20ind%C3%BAstria%20banc%C3%A1ria.&text=A%20partir%20desse%20novo%20instrumental,usava%20a%20t%C3%ADtulo%20de%20sugest%C3%A3o>. Acesso em: 20 jan. 2020.

BASTOS, Carlos Pinkusfeld; MELLO NETO, Mario Rubens de. Moeda, inércia, conflito, o fisco e a inflação: teoria e retórica dos economistas da PUC-RJ. **Revista Econômica**, Niterói, v. 16, n. 1, 2014.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. **A economia política da apreciação cambial no Brasil: comentários estruturalistas à luz da experiência histórica das décadas de 1920 e 1990**. Campinas: Unicamp, 2016. (Texto para Discussão, n. 268).

BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 10, n. 28, p. 129-197, 1996.

BETIM, Felipe. Marcos Nobre: “Bolsonaro foi o candidato do colapso e precisa dele para se manter no poder”. **El País**, São Paulo, 19 nov. 2018. Disponível em:  
[https://brasil.elpais.com/brasil/2018/11/14/politica/1542228843\\_630245.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2018/11/14/politica/1542228843_630245.html). Acesso em: 10 de dezembro de 2018.

BOITO JÚNIOR, Armando. A burguesia no governo Lula. **Crítica Marxista**, Rio de Janeiro, n. 21, p. 52-77, 2005.

BOITO JÚNIOR, Armando. A hegemonia neoliberal no governo Lula. **Crítica Marxista**, Rio de Janeiro, n. 17, 2003.

BOITO JÚNIOR, Armando. Governo Lula: a nova burguesia nacional no poder. *In*: BOITO JÚNIOR, Armando; GALVÃO, Andréia (org.). **Política e classes sociais no Brasil dos anos 2000**. São Paulo: Alameda, 2012, p. 67-104.

BONIN, Robson. Popularidade de Lula bate recorde e chega a 87%, diz Ibope. **G1**, Brasília, 16 dez. 2010, Disponível em: <http://g1.globo.com/politica/noticia/2010/12/popularidade-de-lula-bate-recorde-e-chega-87-diz-ibope.html>. Acesso em: 20 jan. 2020.

BRAGA, Isabel. CNI propõe mexer em câmbio se ajuste falhar. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 16 dez. 1998. Disponível em: <https://www.senado.gov.br/noticias/opiniaopublica/inc/senamidia/historico/1998/12/zn121623.htm>. Acesso em: 21 jan. 2019.

BRAGA, Maria do Socorro. O processo político-partidário brasileiro e as eleições de 2006. **Política e Sociedade**, Florianópolis, n. 10, 2007.

BRASIL. Fernando Henrique Cardoso. **Discurso de posse**: 1º de janeiro de 1999. Brasília: Presidência da República, 1999.

BRASIL. Luís Inácio Lula da Silva. **Discurso de posse**: 1º de janeiro de 2003. Brasília: Presidência da República, 2003.

BRASIL. Presidência da República. **Medida provisória nº 434, de 27 de fevereiro de 1994**. Dispõe sobre o programa de estabilização econômica, o sistema monetário nacional, institui a unidade real de valores - urv e dá outras providências. (PLANO - FHC). Brasília, 1994. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=MPV&numero=434&ano=1994&ato=437QTR10dJpWTb75>. Acesso em: 12 abr. 2018.

BRASIL. Presidência da República. **Lei Complementar nº 87, de 13 de setembro de 1996**. Dispõe sobre o imposto dos Estados e do Distrito Federal sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação, e dá outras providências. (LEI KANDIR). Brasília, 1996. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp87.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp87.htm). Acesso em: 12 jun. 2019.

BRASIL. Presidência da República. **Decreto nº 3088, de 21 de junho de 1999**. Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Brasília, 1999a. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/CCIVil\\_03/decreto/D3088.htm](http://www.planalto.gov.br/CCIVil_03/decreto/D3088.htm). Acesso em: 14 abr. 2019.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Galeria de Ministros**. Brasília, [2018?] Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/aceso-a-informacao/institucional/galeria-de-ministros/pasta-republica/republica>. Acesso em: 15 jul. 2018.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. **Balança Comercial Brasileira US\$ FOB Janeiro/Dezembro: 1991 – 1998**. Brasília, 2013.

BRASIL. Ministério da Economia. **História**. Brasília, 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/aceso-a-informacao/institucional/planejamento/o-ministerio/historia>. Acesso em: 20 fev. 2020.

BRESSER-PEREIRA, Luíz Carlos. **Doença holandesa e indústria**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010.



BRESSER-PEREIRA, Luíz Carlos. A descoberta da inflação inercial. **Revista de Economia Contemporânea**, Campinas, v. 14, n. 1, p. 167-192, 2010.

BRESSER-PEREIRA, Luíz Carlos. Macroeconomia pós-Plano Real: as relações básicas. *In*: SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de; MICHEL, Renault. **Novo Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2005.

BRESSER-PEREIRA, Luíz Carlos. NAKANO, Yoshiaki. Fatores Aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. **Revista de Economia Política**, v. 4, n. 1, 1984.

BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. *In*: **População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil**. Rio de Janeiro: IBGE, 2015.

CAMPOS, Roberto. Reflexões sobre a privatização. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 31 dez. 1995. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1995/12/31/brasil/4.html>. Acesso em: 12 set. 2019.

CANO, Wilson. A desindustrialização no Brasil. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 21, Número Especial, p. 831-851, 2012.

CANTANHÊDE, Eliane. Análise: nenhum ministro esquentaria a cadeira no Desenvolvimento. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 24 jul. 2001. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u27191.shtml>. Acesso em: 23 jul. 2019.

CAPARELLI, Estela. Bancos tiveram o 2º melhor semestre do Real. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 19 ago. 2001. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u29202.shtml>. Acesso em: 23 jul. 2019.

CARDOSO, Fernando Henrique. **Dependência e desenvolvimento na América Latina: ensaio de interpretação sociológica**. Rio de Janeiro: Zahar, 1984.

CARDOSO, Fernando Henrique. Reforma e imaginação. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 10 jul. 1994. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1994/7/10/mais!/3.html>. Acesso em: 12 set. 2019.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quartel do século XX**. São Paulo: Editora Unesp, IE, 2002.

CARNEIRO, Ricardo. **Dinâmica de crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo**. Campinas: UNICAMP, 2007. (Texto para Discussão, n. 130)

CASTRO, Antonio Barros. A Reestruturação da Indústria Brasileira nos Anos 90: Uma Interpretação. **Revista de Economia Política**, v. 21, n. 3, 2001

CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. *In*. CHESNAIS, François (org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CNI diz que ajuste fiscal está no limite. **Jornal do Brasil**, 28 jan. 1999. Disponível em: <https://www.senado.gov.br/noticias/OpiniaoPublica/inc/senamidia/historico/1999/1/zf0128.htm>. Acesso em: 22 jul. 2019.

COLIGAÇÃO LULA PRESIDENTE. **Programa de governo 2002: um Brasil para todos: crescimento, emprego e inclusão social**. São Paulo, 2002. Disponível em: <https://www1.uol.com.br/fernandorodrigues/arquivos/eleicoes02/plano2002-lula.pdf>. Acesso em: 22 jul. 2019.

CONFIRA a íntegra do discurso de Guido Mantega. **Folha de São Paulo**, 28 mar. 2006. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u77069.shtml>. Acesso em: 12 jun. 2019.

CONFIRA a polêmica trajetória de Henrique Meirelles. **Correio Braziliense**, 1 abr. 2010. Disponível em: [https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/politica/2010/04/01/interna\\_politica,183287/confira-a-polemica-trajetoria-de-henrique-meirelles.shtml](https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/politica/2010/04/01/interna_politica,183287/confira-a-polemica-trajetoria-de-henrique-meirelles.shtml). Acesso em: 20 jun. 2019.

CURADO, Marcelo Luiz.; PEREIRA, Hugo Carcanholo Iasco. Revisitando o debate inercialista da inflação brasileira. **Revista de Economia Política**, v. 38, n. 3, 2018.

DEALERS. **Tesouro Nacional**. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/dealers>. Acesso em: 28 set. 2019.

DESTINO de Palocci deixa mercado inquieto. **O Estado de São Paulo**, 14 nov. 2005. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,destino-de-palocci-deixa-mercado-inquieto,20051114p9965>. Acesso em: 12 jul. 2019.

DO BANCO Central ao banco dos réus. **Valor Econômico**, 29 jul. 2005. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/05.7.chicolopes.pdf>. Acesso em: 12 ago. 2019.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. Neoliberalismo – Neo-Imperialismo. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, n. 1, 2007.

EMPRESÁRIOS ignoram posse de Lafer. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 05 jan. 1999. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc05019906.htm>. Acesso em: 17 mar. 2018.

ENCONTRO NACIONAL DO PARTIDO DOS TRABALHADORES. **Resoluções**. Olinda, 2001.

FAORO, Raimundo. **Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro**. São Paulo: Globo, 2001.

FARHI, Maryse. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 17, 2001.

FARIA, Luiz Augusto Estrella. Aquém da estagnação: 10 anos do Plano Real. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, 2004.

FAUSTO, Ruy. **Marx: lógica e política**. São Paulo: Editora Brasiliense, 1987.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS. **Presidentes**. [2020?] Disponível em: <https://portal.febraban.org.br/50anos/presidentes/>. Acesso em: 5 jul. 2019.

FERNANDES, Florestan. **A revolução burguesa no Brasil**. Rio de Janeiro: Zahar, 1975.

FERNANDES, Florestan. **Sociedade de classes e subdesenvolvimento**. Rio de Janeiro: Zahar, 1968.

FERRARI FILHO, Fernando. Os “keynesianos” neoclássicos e os pós-keynesianos. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 12, n. 2, p. 340-348, 1991.

FERRARI FILHO, Fernando. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, n. 35, 2001.

FIORI, José Luís Fiori. **O poder americano**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004.

FONSECA, Pedro Cezar Dutra. **Desenvolvimentismo: a construção do conceito**. Brasília, IPEA, 2015. (Texto para Discussão, n. 2103).

FONSECA, Pedro Cezar Dutra. Legitimidade e Credibilidade: Impasses da Política Econômica do Governo Goulart. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 34, n. 3, p. 587-622, 2004.

FONSECA, Pedro Cezar Dutra. Nem ortodoxia nem populismo: o Segundo Governo Vargas e a economia brasileira. **Tempo**, Niterói, v. 14, n. 28, 2010.

FONSECA, Pedro Cezar Dutra; AREND, Marcelo; GUERRERO, Glaison Augusto. **Política econômica, instituições e classes sociais: os governos do partido dos trabalhadores no Brasil**. Porto Alegre, RS: PPGE/UFRGS, 2018. Disponível em: <http://professor.ufrgs.br/pedrofonseca/publications>. Acesso em: 12 de julho de 2019.

FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. O real e o câmbio: observações à margem da experiência. In: FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. **O desafio brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda**. São Paulo: Editora 34, 1999.

FRASES. **Folha de São Paulo**, 26 mar. 2001. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniaofz2603200108.htm>. Acesso em: 23 ago. 2019.

FRIEDLANDER, David. Ex-banqueiro, escolhido é defensor da indústria. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 7 set. 1999. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc07099903.htm>. Acesso em: 17 mar. 2018.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil** – CPDOC. Rio de Janeiro, [2020?]. Disponível em: <https://cpdoc.fgv.br/>. Acesso em: 20 jan. 2020.

FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil**. São Paulo: Companhia das Letras, 2009.

GALBRAITH, John Kenneth. **1929: o colapso da bolsa**. São Paulo: Pioneira, 1988.

GARÇON, Juliana; TEIXEIRA, Mauro. Governo está se adaptando, diz Febraban. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 30 jul. 1997. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi300716.htm>. Acesso em: 05 jan. 2020.

GIAMBIAGI, Fábio. 18 anos de política fiscal no Brasil: 1991/2008. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 535-580, 2008.

GIAMBIAGI, Fábio. **Evolução e custo da dívida líquida do setor público: 1981-1994**. Rio de Janeiro: BNDES, 1996 (Texto para Discussão, nº 36).

GOLDENSTEIN, Lúcia. Repensando a dependência após o Plano Real. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 12, n. 33, 1998.

HOBBSAWM, Eric. **Era dos extremos: o breve século XX, 1914-1991**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

IBOVESPA acumula alta de 294,68% ao final do primeiro mandato de Lula. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 29 dez. 2006. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/mercados,bovespa-acumula-alta-de-294-68-ao-final-do-primeiro-mandato-de-lula,20061229p23235>. Acesso em: 12 jul. 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Indicadores IBGE: Pesquisa industrial mensal, produção física, Brasil**. Rio de Janeiro: IBGE, 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Índice nacional de preços ao consumidor**. Rio de Janeiro: IBGE, [2020?]. Disponível em: <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/1736> . Acesso em: 20 jan. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Índice de preços ao consumidor amplo**, Rio de Janeiro: IBGE, [2020?]. Disponível em: <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/1737>. Acesso em: 20 jan. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Produto interno bruto – Brasil, 1993**. Rio de Janeiro: IBGE, 1994

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Indicadores IBGE – Produto interno bruto**. Rio de Janeiro: IBGE, 1992.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Pesquisa anual de comércio**. Rio de Janeiro: IBGE, v. 13, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Pesquisa anual de comércio**. Rio de Janeiro: IBGE, v. 15, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Pesquisa anual de comércio**. Rio de Janeiro: IBGE, v. 16, 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE **Pesquisa anual de comércio**. Rio de Janeiro: IBGE, v. 17, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Pesquisa anual de comércio**. Rio de Janeiro: IBGE, v. 18, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Pesquisa anual de comércio**. Rio de Janeiro: IBGE, v. 19, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Séries e Estatísticas**. Rio de Janeiro: IBGE, [2020?]. Disponível em: <https://seriesestatisticas.ibge.gov.br/default.aspx> . Acesso em: 14 mai. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Sistema de contas nacionais trimestrais**. Rio de Janeiro: IBGE, [2020?]. Disponível em: [https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm\\_source=landing&utm\\_medium=explica&utm\\_campaign=pib#evolucao-taxa](https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=pib#evolucao-taxa) . Acesso em: 14 mai. 2020.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **Taxa de câmbio comercial para venda: real (R\$) / dólar americano (US\$) - média**. Brasília: IPEA, [2020?]. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=31924> . Acesso em: 15 abr. 2020.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$) - fim período**. Brasília: IPEA, [2020?]. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx> . Acesso em: 15 abr. 2020.

KALECKI, Michal. Os aspectos políticos do pleno emprego. *In*: MIGLIOLI, Jorge (org.). **Crescimento e ciclo das economias capitalistas**. São Paulo: Hucitec, 1977.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Saraiva, 2012.

KOSIK, Karel. **Dialética do concreto**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

LACAN, Jacques. **O seminário, livro 4: a relação de objeto**. Rio de Janeiro: Zahar, 1995.

LACAN, Jacques **O seminário, livro 11: os quatro conceitos fundamentais da psicanálise**. Rio de Janeiro: Zahar, 1998.

LARA RESENDE, André. **Incompatibilidade distributiva e inflação estrutural**. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 1984 (Texto para Discussão, n.º. 1)

LEIA íntegra da carta de Lula para acalmar o mercado financeiro. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 24 jun. 2002. Disponível em:  
<https://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u33908.shtml> Acesso em: 16 set. 2019.

LIMA, Kelly. Dilma é a “mãe” do PAC, diz Lula em morro do Rio. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 7 mar. 2008. Disponível em:  
[https://www.google.com/search?q=Dilma+%C3%A9+a+%E2%80%98m%C3%A3e+do+PAC%E2%80%99%2C+diz+Lula+em+morro+do+Rio&rlz=1C1CHBD\\_pt-PTBR793BR793&oq=Dilma+%C3%A9+a+%E2%80%98m%C3%A3e+do+PAC%E2%80%99%2C+diz+Lula+em+morro+do+Rio&aqs=chrome..69i57j33i160.549j0j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8](https://www.google.com/search?q=Dilma+%C3%A9+a+%E2%80%98m%C3%A3e+do+PAC%E2%80%99%2C+diz+Lula+em+morro+do+Rio&rlz=1C1CHBD_pt-PTBR793BR793&oq=Dilma+%C3%A9+a+%E2%80%98m%C3%A3e+do+PAC%E2%80%99%2C+diz+Lula+em+morro+do+Rio&aqs=chrome..69i57j33i160.549j0j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8). Acesso em: 15 out. 2018.

LOPES, Francisco. **Inflação inercial, hiperinflação e desinflação**: notas e conjecturas. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 1984 (Texto para Discussão, n. 77)

LOURENÇO, Luiz Cláudio. Propaganda negativa: ataque versus votos nas eleições presidenciais de 2002. **Opinião Pública**, Campinas, v. 15, n. 1, p. 133-158, 2009.

LUKÁCS, György. **História e consciência de classe**: estudos sobre a dialética marxista. São Paulo: Martins Fontes, 2003.

MAGELLA, Geraldo; OLIVEIRA, Eliane; MORETZ-SONH, Cláudia. Para FIESP, redução dos juros é insuficiente. **O Globo**, Rio de Janeiro, 18 dez. 1998. Disponível em:  
<http://www.senado.gov.br/noticias/opiniaopublica/inc/senamidia/historico/1998/12/zf1218.htm>. Acesso em: 22 jul. 2019.

MALDONADO, Eduardo; MARQUETTI, Adalmir; LAUTERT, Vladimir. The profit rate in Brazil, 1953-2003. **Review of Radical Political Economics**, v. 42, n. 4, p. 485-504, 2010.

MANDEL, Ernest. **O capitalismo tardio**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

MARANHÃO, Rebecca Lima Albuquerque; FILHO, José Eustáquio Roberto Vieira. **Inserção internacional do agronegócio brasileiro**. Brasília: IPEA, 2017 (Texto para Discussão, n. 2318)

MARCUSE, Herbert. **O homem unidimensional**: estudos da ideologia da sociedade industrial avançada. São Paulo: EDIPRO, 2015.

MARX, Karl. **O capital**: crítica da economia política: livro 1. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2014.

MARX, Karl. **O capital**: crítica da economia política, livro III: o processo global de produção capitalista. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2008.

MARX, Karl. **O 18 de Brumário de Luís Bonaparte**. São Paulo: Boitempo, 2011.

MARX, Karl. **As lutas de classe na França**. São Paulo: Boitempo, 2012.

MARX, Karl. **Contribuição à crítica da economia política**. São Paulo: Expressão Popular, 2008.

MARX, Karl. **Manifesto Comunista**. São Paulo: Boitempo, 2005.

MARX, Karl. **Manuscritos econômico-filosóficos e outros textos escolhidos**. São Paulo: Abril Cultural, 1978.

MEIRELES, Andrei; EVELIN, Guilherme; FARIA, Tales. Agora mais humilde? **Revista Istoé**, São Paulo, 10 mar. 1999. Disponível em: [https://istoe.com.br/29251\\_AGORA+MAIS+HUMILDE+/](https://istoe.com.br/29251_AGORA+MAIS+HUMILDE+/). Acesso em: 18 nov. 2019.

MEIRELLES toma posse como presidente do BC. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 3 jan. 2003. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0301200314.htm>. Acesso em: 20 ago. 2019.

MELLO, João Manoel Cardoso de. **O capitalismo tardio**. São Paulo: Brasiliense, 1982.

MENDONÇA DE BARROS, J.; GOLDENSTEIN L. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 17, n. 2, p.11-31, 1997.

MIRANDA, Mauro Costa. **Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil**: janeiro de 1982 a janeiro de 1999. 1999. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília, 1999.

MODIANO, Eduardo. A ópera dos três cruzados: 1985 - 1989. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.) **A ordem do progresso**: cem anos de política econômica republicana, 1889 - 1989. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

NERI, Emanuel. Lula quer desvalorizar o real, insinua FHC. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 25 jun. 1998. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc25069808.htm>. Acesso em: 21 dez. 2019.

NERI, Marcelo. **A nova classe média**: o lado brilhante da classe da base da pirâmide. São Paulo: Saraiva, 2011.

NOBRE, Marcos. **Imobilismo em movimento**. São Paulo: Companhia das Letras, 2013.

NOBRE, Marcos. O fim da polarização. **Revista Piauí**, São Paulo, dez. 2010. Disponível em: <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-fim-da-polarizacao/>. Acesso em: 21 jun. 2019.

NOBRE, Marcos. Contagem regressiva. **Revista Piauí**, São Paulo, dez. 2019. Disponível em: <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/contagem-regressiva/>. Acesso em: 21 jun. 2019.

O MARCO foi a carta ao povo brasileiro. **Revista Fórum**, São Paulo, 20 out. 2011. Disponível em: <https://revistaforum.com.br/revista/30/o-marco-foi-a-carta-ao-povo-brasileiro/>. Acesso em: 25 fev. 2020.

O PROER em resumo. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 11 nov. 1996. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1996/11/11/brasil/25.html>. Acesso em: 21 jun. 2019.

OREIRO, José Luís; FEIJÓ, Carmen. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, n. 2, p. 219-232, 2010.

PALOCCI: a ponte do PT com o mercado e os escândalos. **Revista Isto É Dinheiro**, 26 jun. 2017. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/palocci-a-ponte-do-pt-com-o-mercado-e-os-escandalos/>. Acesso em: 21 jul. 2019.

PALOCCI recebia propina de empreiteira, diz ex-assessor. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 20 ago. 2005. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc2008200502.htm>. Acesso em: 5 jul. 2019.

PASTORE, Afonso; PINOTTI, Maria. Câmbio flutuante, inflação e crescimento econômico. In: VELLOSO, João Paulo. **A crise mundial e a nova agenda de crescimento**. Rio de Janeiro: José Olympio, 1999.

PAULA, Luiz Fernando de; ALVEZ JÚNIOR, Antônio José. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.19, n. 1, p.72-93, 1999.

PAULANI, Leda Maria. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 25-39, 2009.

PAULANI, Leda Maria. **A hegemonia neoliberal**. Palestra realizada em 27 de agosto de 2010. Disponível em: [http://www.centrocelsofurtado.org.br/arquivos/image/201109261233410.LivroCAIXA\\_C\\_0\\_35.pdf](http://www.centrocelsofurtado.org.br/arquivos/image/201109261233410.LivroCAIXA_C_0_35.pdf). Acesso em: 12 fev. 2018.

PAULANI, Leda Maria. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 27, n. 77, p.237-261, 2013.

PIVA admite que grupos empresariais paulistas querem derrubar o ministro. **Tribuna da Imprensa**, São Paulo, 18 dez. 1998. Disponível em: <http://www.senado.gov.br/noticias/opiniaopublica/inc/senamidia/historico/1998/12/zf1218.htm>. Acesso em: 22 jul. 2019.

POCHMANN, Márcio. **Nova classe média?** O trabalho na base da pirâmide social brasileira. São Paulo: Boitempo, 2012.

POE, Edgar Allan. **Histórias Extraordinárias**. São Paulo, Editor Victor Civita, 1981.

“POLÍTICA econômica não mudará”, diz Mantega. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 28 mar. 2006. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc2803200614.htm>. Acesso em: 23 jun. 2020.

POULANTZAS, Nicos. **Poder político e classes sociais**. São Paulo: Martins Fontes, 1977.



POULANTZAS, Nicos. **O Estado, o poder, o socialismo**. São Paulo: Paz e Terra, 2000.

PRESIDENTE Fernando Henrique Cardoso admite que a crise é grave e reconhece: “Fui pego de surpresa”. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 14 mai. 2001. Disponível em: <https://www.ilumina.org.br/o-que-eles-diziam-em-2001-uma-curiosidade-270314/> . Acesso em: 12 jun. 2019.

RIBEIRO, Andrea. Práticas de política econômica: um teste das atas do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (2003-2014). **Revista de Sociologia e Política**, Curitiba, v. 25, n. 64, p. 99-120, 2017.

ROMA, Celso. A institucionalização do PSDB entre 1988 e 1999. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, São Paulo, v. 17, n. 49, p. 71-92, 2002.

RYFF, Luiz Antônio. Economia brasileira vai "de mal a menos mal", diz FHC. **Folha de São Paulo**, 16 maio 2000. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc1605200002.htm>. Acesso em: 23 fev. 2020.

SAIBA quem é Francisco Lopes. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 8 jun. 2000. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc0806200012.htm>. Acesso em: 11 fev. 2020.

SARTRE, Jean Paul. O existencialismo é um humanismo. MARÇAL, Jairo (org.) **Antologia de Textos Filosóficos**. Curitiba: SEED, 2009, p. 616-639.

SCHWARTSMAN, Alexandre. A crise cambial e o ajuste fiscal. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, p. 5-29, 1999.

SECCO, Lincoln. **A história do PT**. Cotia: Atelie, 2011.

SHAIKH, Anwar. "The First Great Depression of the 21st Century". **Socialist Register**, 2010. Disponível em: <http://homepage.newschool.edu/~AShaikh/Shaiikh%20-%20First%20Great%20Depression%20of%20the%2021st%20Century.pdf>. Acesso em: 23 ago. 2019.

SILVA, Napoleão Luiz Costa da; CAVALCANTI, Marco Antônio Freitas de Hollanda. **A administração da maturidade da dívida mobiliária brasileira no período 1994/97**. Brasília: IPEA, 2000 (Texto para Discussão, nº 774)

SILVA, Sérgio. **Expansão cafeeira e origens da indústria no Brasil**. São Paulo: Alfa-Omega, 1976.

SILVA, Maria Luiza F.; Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, p.387-407, 2002.

SINGER, André. A segunda alma do Partido dos Trabalhadores. **Novos Estudos-CEBRAP**, n. 88, p.89-111, 2010.

SINGER, André. **Os sentidos do lulismo: reforma gradual e pacto conservador**. São Paulo: Companhia das Letras, 2012

SODERMANN, Ricardo. **O discurso como arma de guerra e persuasão**: Análise de discursos de Winston Churchill durante a Segunda Guerra Mundial. Dissertação (Mestrado). Porto Alegre: PUC-RS, 2013.

SOUZA, Jessé. **Os batalhadores brasileiros**: nova classe média ou nova classe trabalhadora? Belo Horizonte: Editora UFMG, 2010.

SOUZA, Jessé. **A elite do atraso**: da escravidão à lava jato. Rio de Janeiro: Leya, 2017.

SUWWAN, Leila; ZANINI, Fábio. Lula vai ao PT e presta contas sobre Meirelles. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 8 fev. 2003. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc0802200307.htm>. Acesso em: 12 mai. 2019.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997.

TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**: ensaios sobre economia brasileira. Rio de Janeiro: Zahar, 1983.

TAVARES, Maria da Conceição. MELIN, Luiz Eduardo. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luiz. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

TRIBUNAL SUPERIOR ELEITORAL (Brasil). **Consulta de resultados eleitorais**. [2020?] Disponível em: <http://www.tse.jus.br/eleicoes/eleicoes-antiores/eleicoes-1998/candidaturas-votacao-e-resultados/resultado-da-eleicao-de-1998>. Acesso em: 21 nov. 2019.

TRIBUNAL SUPERIOR ELEITORAL (Brasil). **Estatística do eleitorado – eleitores filiados**. Disponível em: <http://www.tse.jus.br/eleitor/estatisticas-de-eleitorado/filiados>. Acesso em: 12 mar. 2019.

VIANA, Fabiana Gama. **Relacionamento planejadores energéticos e jornalistas**: a análise da crise energética de 2001. 2004. Dissertação (Mestrado) – Universidade de Campinas, Campinas, 2004.

ZANINI, Fábio. PT quer ajuda de Armínio Fraga em governo de Lula. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 10 ago. 2002. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u35701.shtml>. Acesso em: 12 mai. 2019.

ZIZEK, Slavoj. **Vivendo no fim dos tempos**. São Paulo: Boitempo, 2012.