

8

# Plano real e anos 1990

Giambiagi, 7 e 8

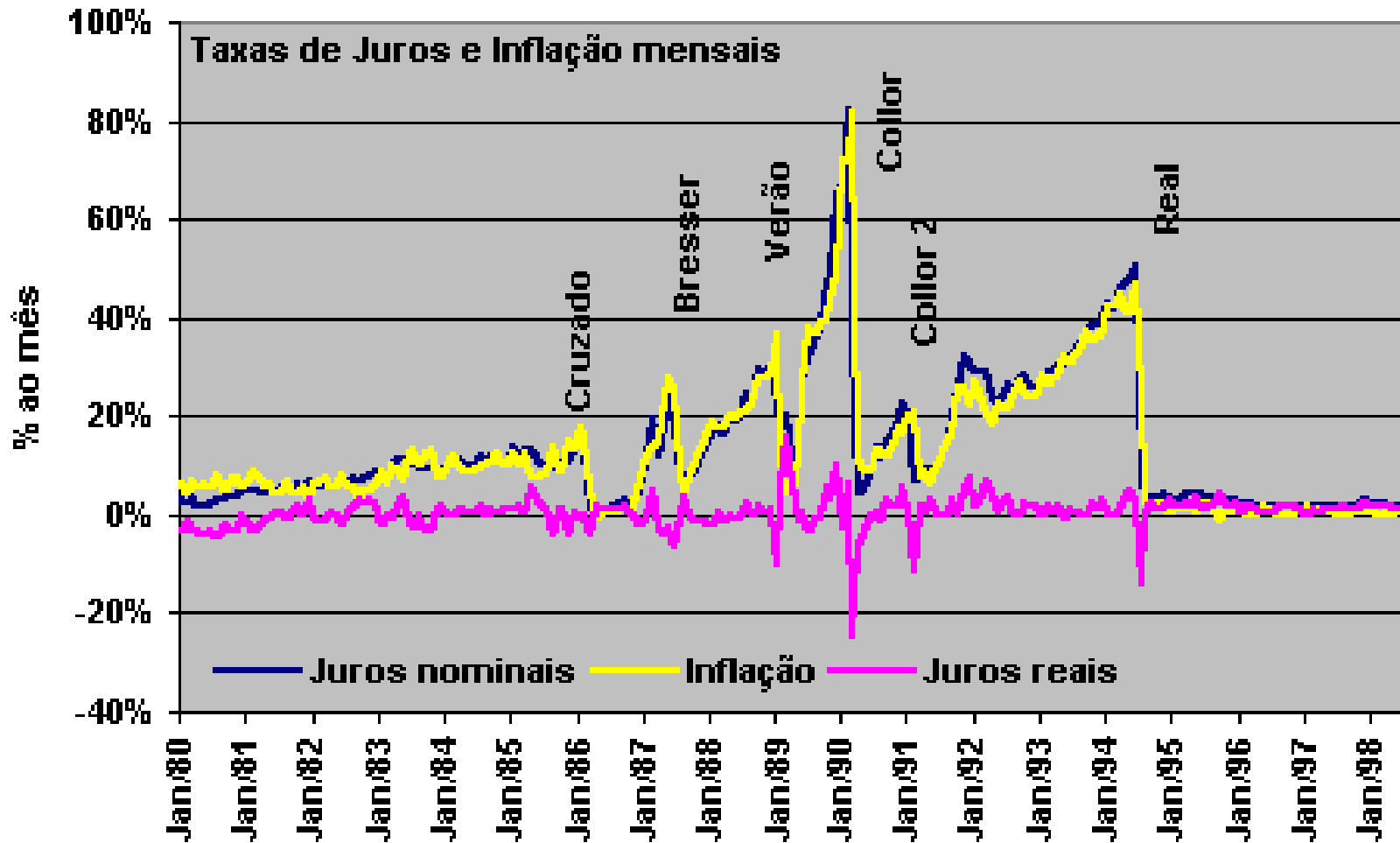
Gremaud, 18

Franco, Plano Real

# Introdução

- Experiências malsucedidas
  - Cruzado e Collor: grande frustração da população
  - planos apenas represaram a inflação e geram perdas
- Aprendizagem dolorida com o insucesso
  - Não basta o heterodoxo: mais ajuste fiscal e monetário
  - Alteração da liquidez da dívida interna
- Inflação ainda muito elevada
  - mais de 20% ao mês
- Crescimento reduzido
  - recessão no início dos 1990
- Combinação ortodoxia e heterodoxia
  - não é possível estabilizar sem ambas políticas

# Inflação mensal: IGP-DI



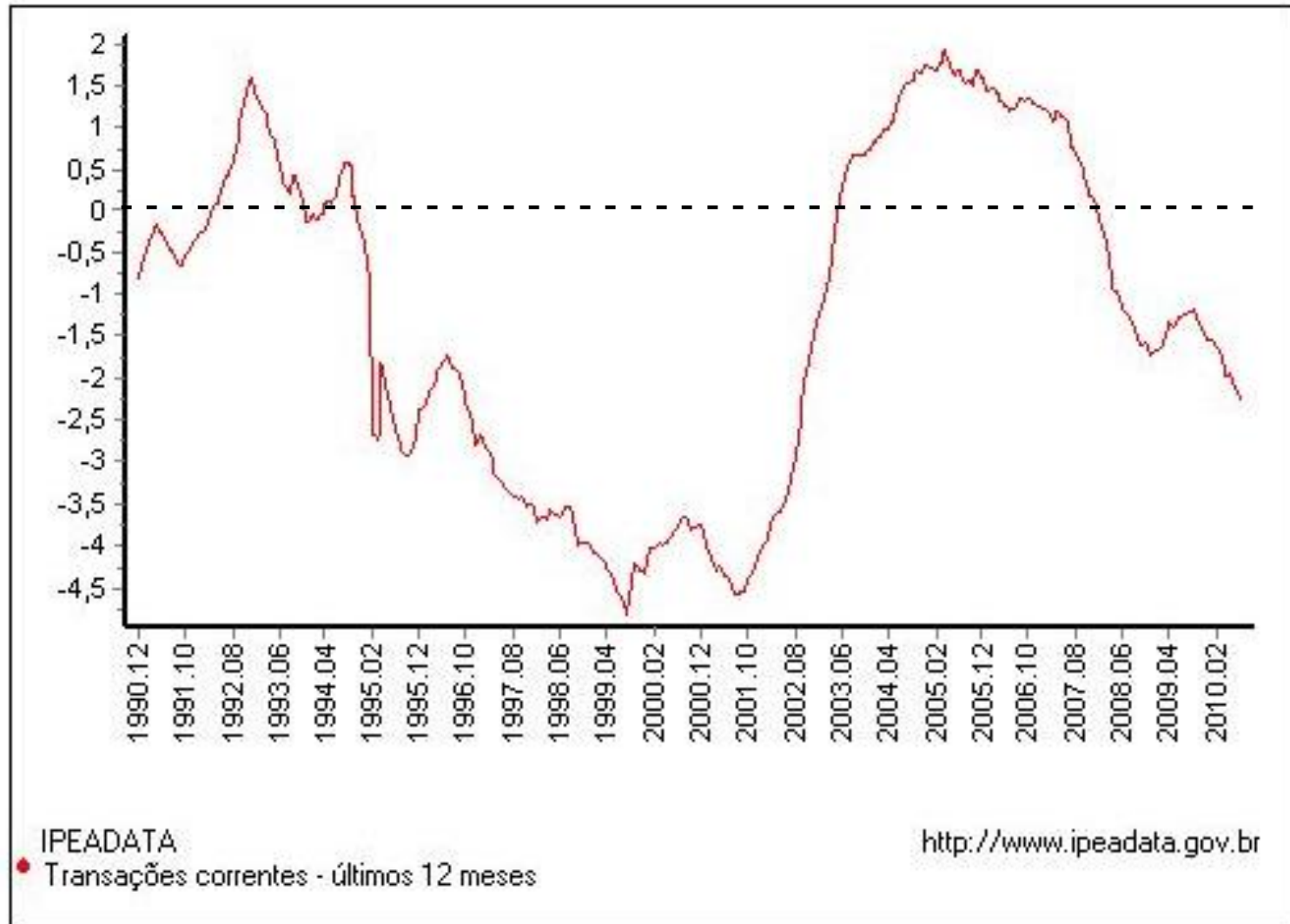
# Itamar: out. 92 a dez. 94

- Início difícil: incerteza da continuidade  
Vice que novamente assume o governo  
trocas sucessivas de ministros:  
seis ministros em pouco mais de dois anos
- FHC quarto ministro da Fazenda  
maio.93 até mar. 94
- Preparação para o real
- Ajuste fiscal
- Defasagem entre os instrumentos ortodoxos e heterodoxos  
acertar o “timing” dos efeitos das políticas

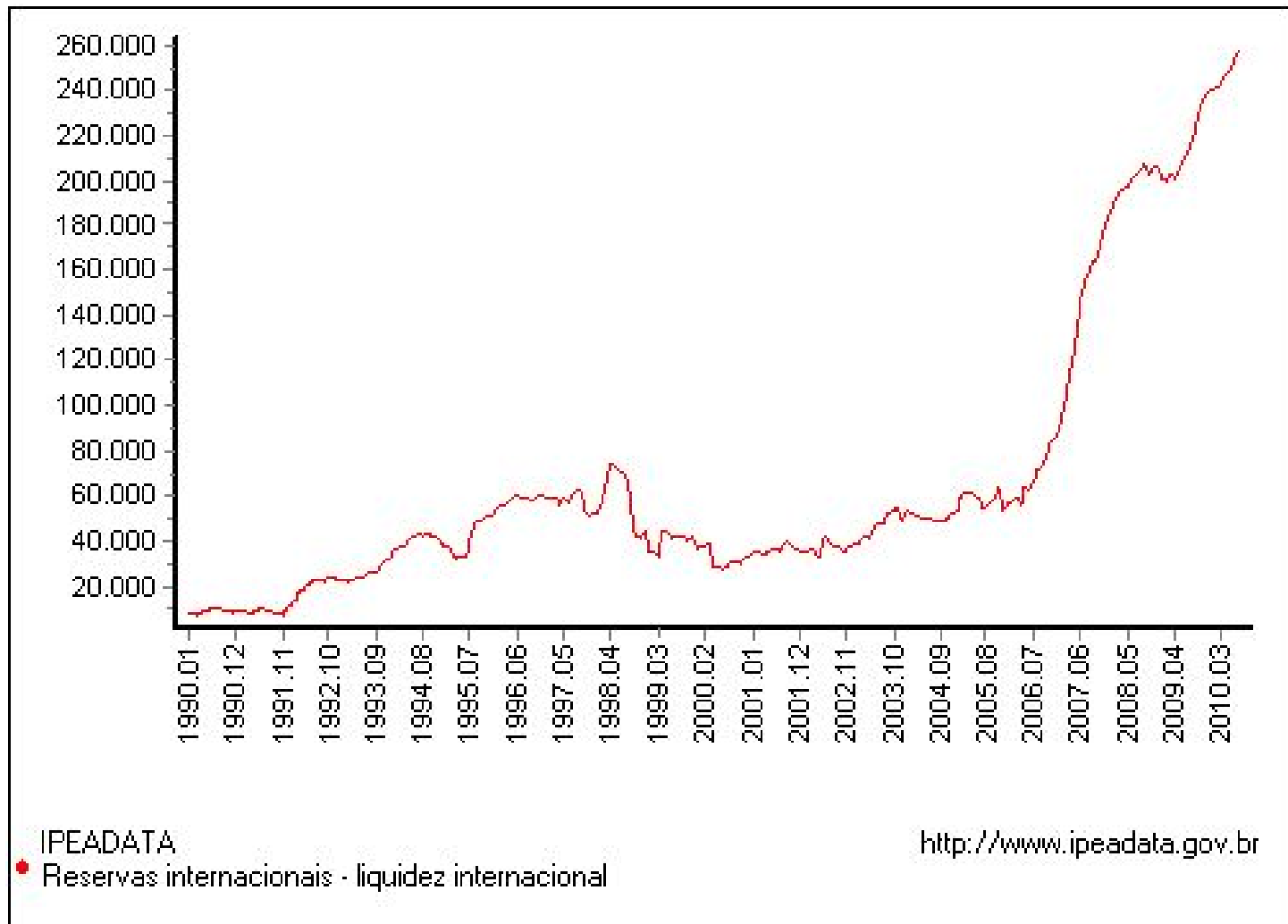
# Medidas

- Adoção da proposta Larida com a URV  
evita os problemas do congelamento  
equipe: Bacha, Malan no BC, Arida no BNDES,  
Resende negociador da dívida
- Quadro institucional mais favorável
  - Preparação para o equilíbrio fiscal
  - Fim da Cláusula de recompra e da conta movimento
- Abertura ao exterior
  - Folga cambial: influxo de capitais e mais reservas
  - possibilidade de utilizar as importações para a estabilização

# Déficit em transações correntes em % PIB



# Reservas internacionais em milhões de dólares



# Três fases do Plano Real

- Preparação: fase ortodoxa
  - Equilíbrio das contas públicas com o PAI
- Introdução da URV: heterodoxa
  - Padrão estável de valor
  - Eliminação da inércia
  - Unidade de conta e não moeda plena
- URV → moeda Real
  - Controle da oferta de moeda e câmbio
  - Taxa de juros elevadas



# Preparação para o Real: PAI

- **Diagnóstico:**

“Até agora a inflação desorganizou as finanças públicas e a gestão do estado, incentivou a especulação financeira, tornou os pobres miseráveis, esmagou a classe média e sufocou empresas produtivas brasileiras. “ 14/6/1993

- **Sintomas:**

- penúria de recursos para o custeio dos serviços básicos e para os investimentos do governo que são indispensáveis ao desenvolvimento do país;
- vazamento dos poucos recursos da República pelos ralos do desperdício, da ineficiência, da corrupção, da sonegação e da inadimplência;
- endividamento descontrolado dos Estados, Municípios e bancos estaduais;

- **governo fraco:** sem apoio político

negociação no Congresso e não medidas provisórias  
Cruzeiro real e corte de três zeros em ago. 93

# PAI: Plano de ação imediata

- Medidas para ajuste fiscal
  - Recuperação das finanças públicas
  - Controle do orçamento e fim da conta movimento
  - ↑ receitas: aperfeiçoar a privatização, IPMF em 1994
  - FSE: 15% arrecadação maior liberdade de gasto
  - Fim da inadimplência de estados/municípios p/ União  
negociação de limites para endividamento
  - Intervenção nos bancos estaduais: fim do financiamento fácil
  - reestruturação dos bancos federais
- Começar pela ortodoxia e depois a heterodoxia permitiu uma melhora fiscal, mas não ajuste

## Brasil, Carga Tributária Bruta 1968-2005

Período	Receita Tributária dos Três Níveis de Governo (percentual do PIB – média do período)
1968-1980	25,1
1981-1989	24,8
1990	28,8
1991-1993	25,6
1994-1998	29,5
1999	32,2
2000	32,6
2001	34,0
2002	35,6
2003	34,9
2004	35,9
2005	37,0

# Privatização no PAI

“A privatização é um passo necessário nessa mudança de ramo do Governo Federal. Mas é também um imperativo do equilíbrio financeiro. De 1982 a 1992, o Tesouro Nacional aportou recursos no equivalente a 21 bilhões de dólares às empresas incluídas no atual programa de privatização. Só no setor siderúrgico foram perdidos 12 bilhões de dólares. E, mesmo depois de saneadas, em 1987, praticamente todas as empresas desse setor voltaram a se endividar.

O fato é que a maioria das empresas públicas foi presa de um verdadeiro conluio entre interesses corporativos, políticos e econômicos. De público só lhes restou o nome e o ônus para o Erário, que não suporta mais a conta do descalabro nem tem, por outro lado, como bancar os investimentos necessários em muitas dessas empresas.

As diretrizes a seguir obedecem ao propósito geral de acelerar e ampliar as fronteiras do processo de privatização.

1. Concluir rapidamente a privatização de empresas dos setores siderúrgicos, petroquímico e de fertilizantes, conforme o programa já definido;”

# Introdução da URV

MP 434 de 28.02.1994

- Perda das funções da moeda
  - Inflação crônica suprime a função reserva de valor
  - Posteriormente unidade de conta
  - Finalmente meio de pagamento → hiper
- Indexador assume a função unidade de conta
- Neutralidade distributiva: padrão estável
- Busca do indexador único
  - TR, Ufir, BTN e diversos índices
- Valor 1 URV = 1 dólar
  - Correção diária por cesta de índices: IGP, IPCA e IPC-Fipe
- Conversão inicial de salários e benefícios previdenciários pela média de quatro meses

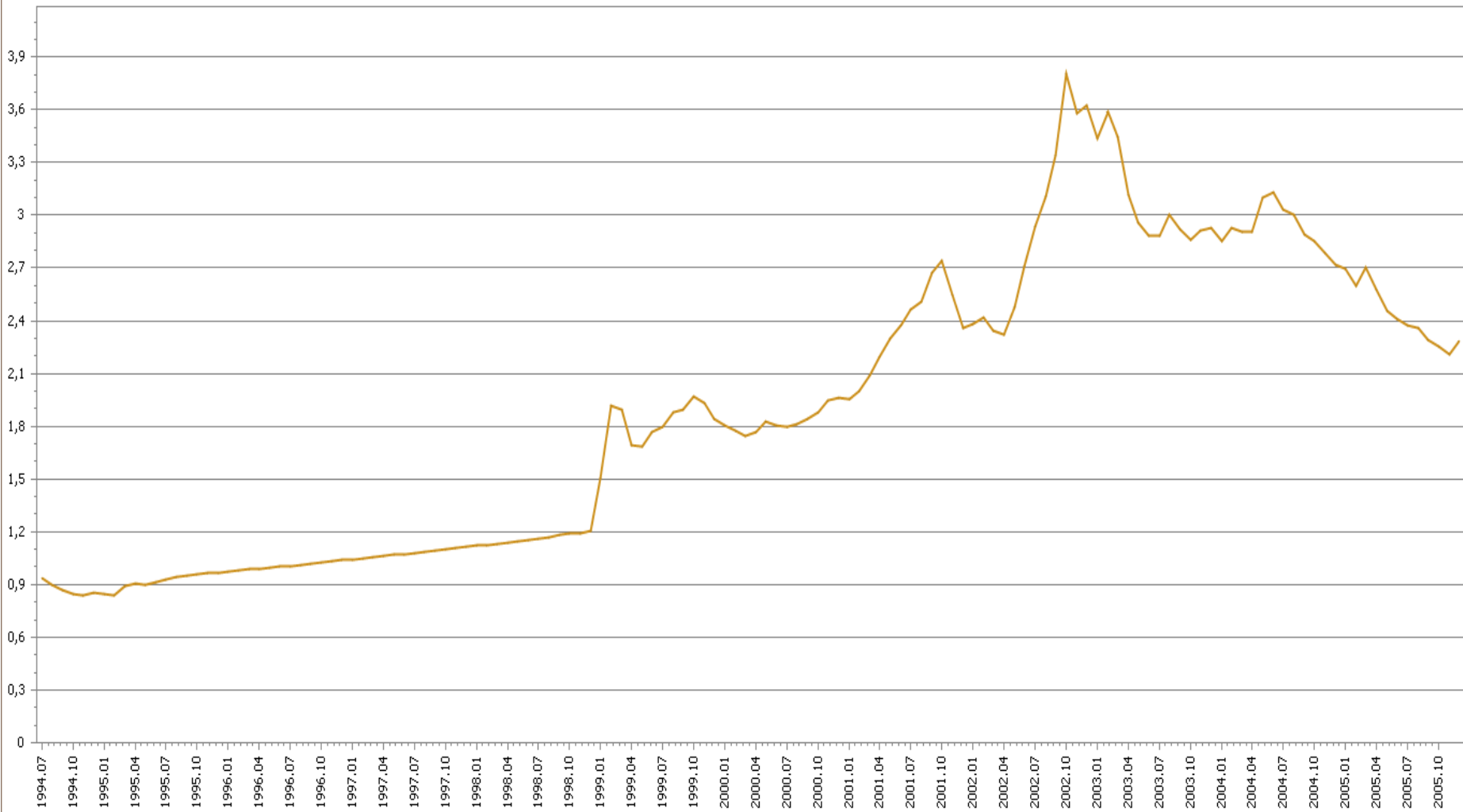
# Duas moedas convivem?

- Avanço em relação a proposta Larida
- Cruzeiro real: moeda oficial
- URV: unidade de referência, não moeda plena
  - Receio de duas moedas levar a hiper (HUNG e ALE)
  - “Moeda de conta”
- Conversão
  - Salários, benefícios: compulsório pela média
  - Conversão livre para os preços até junho: negociação
- Limitar a super-indexação
  - Varejo com preços em cruzeiro real
- Separar a inflação antes e depois do real
  - Avisar da emissão da nova moeda: contratos pré-fixados

# Real nasce em 1/7/1994

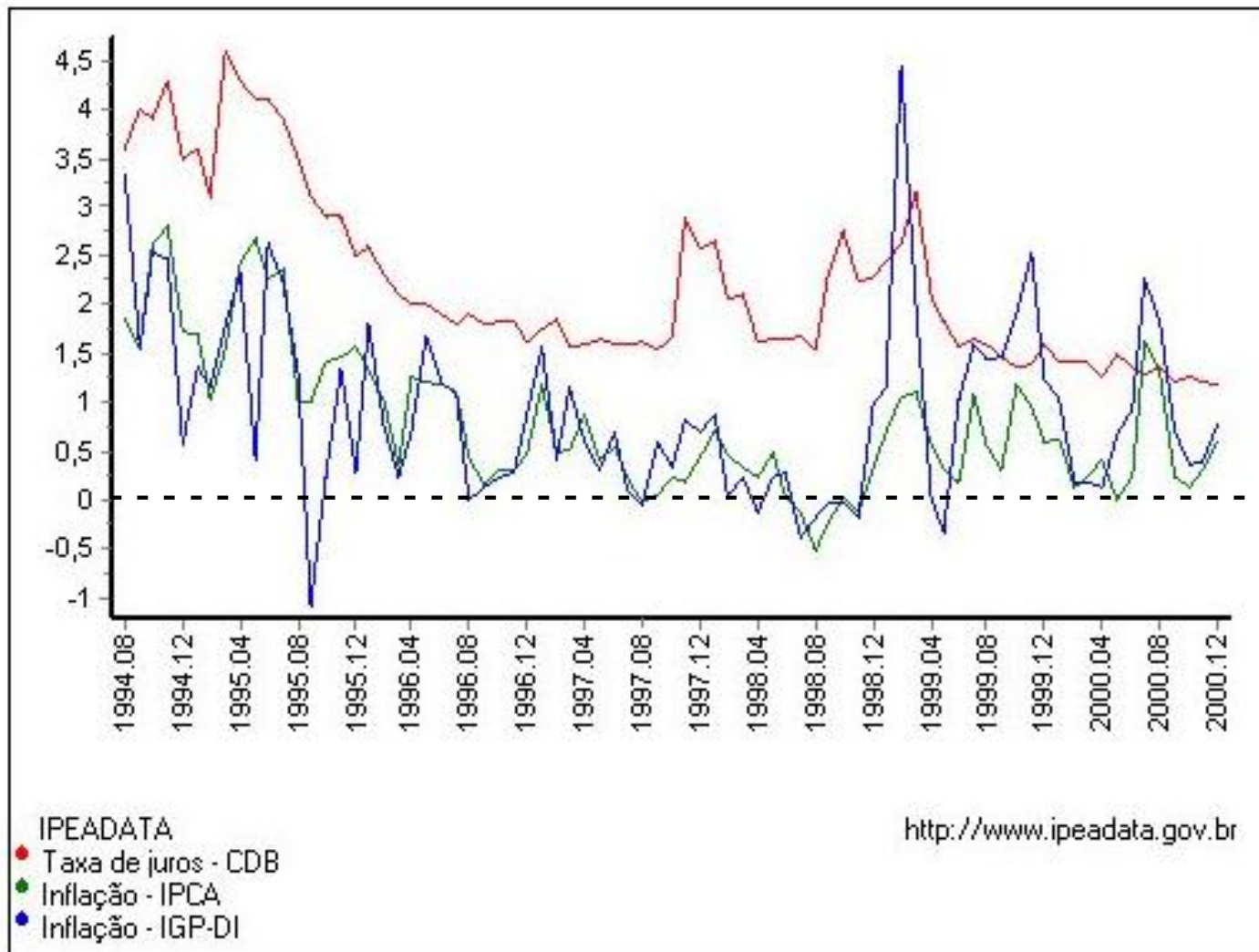
- Troca do meio circulante
- Câmbio flexível
  - banda assimétrica para baixo
  - saída do Bacen do mercado de câmbio: enxugar o excesso
- Âncora monetária ou cambial: MP 542 de 30.06.1994
  - limites de emissão, lastro em reservas e alteração do CMN maior autonomia ao Bacen
  - Recolhimento compulsório de 100% do à vista
  - Taxa de juros elevadas
- Disputa das âncoras: Franco X Arida
- Âncora cambial prepondera a partir de outubro
- Acomodar a pressão de demanda

● Taxa de câmbio nominal





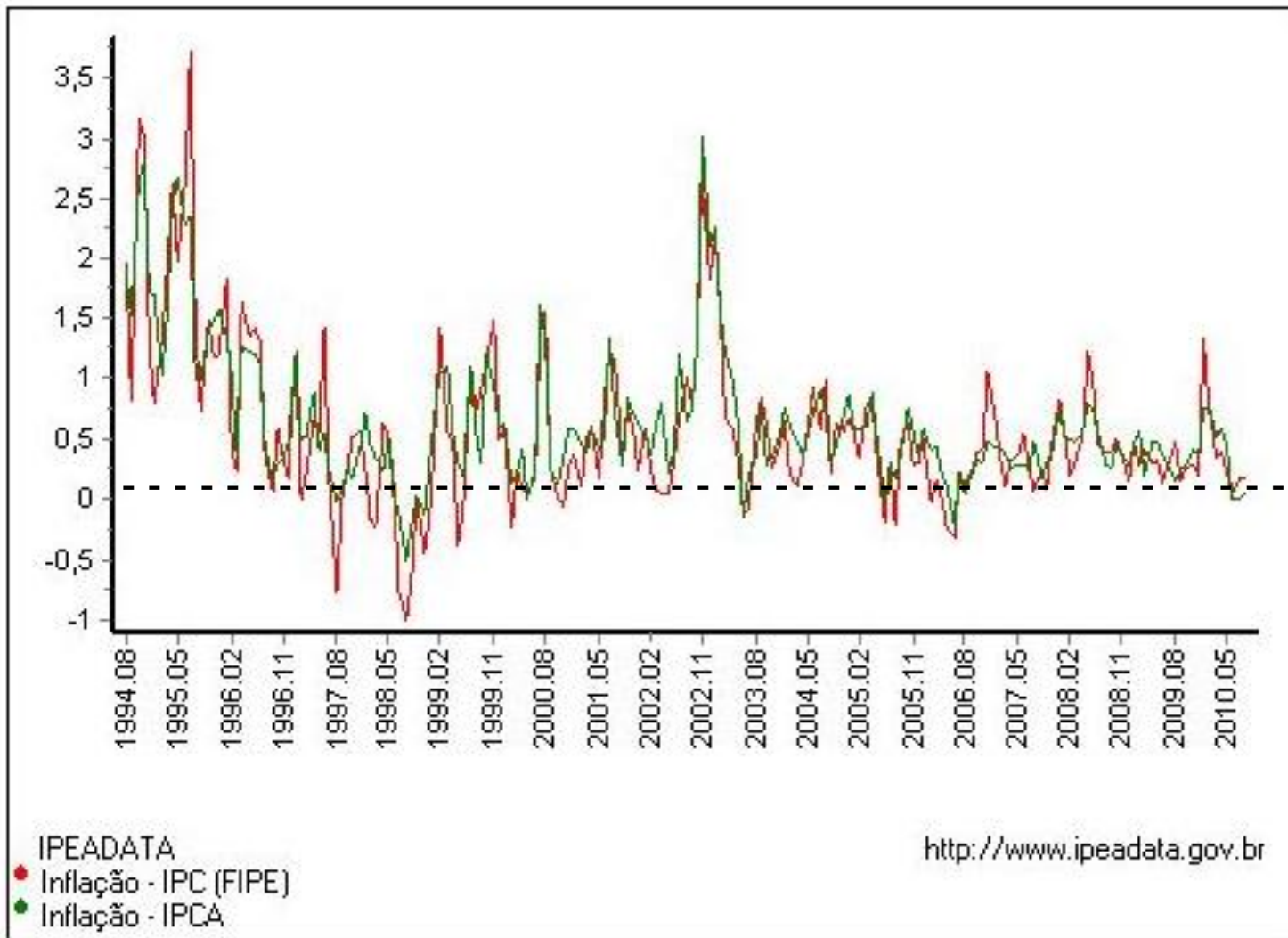
# Taxa de juros real



# Resultados

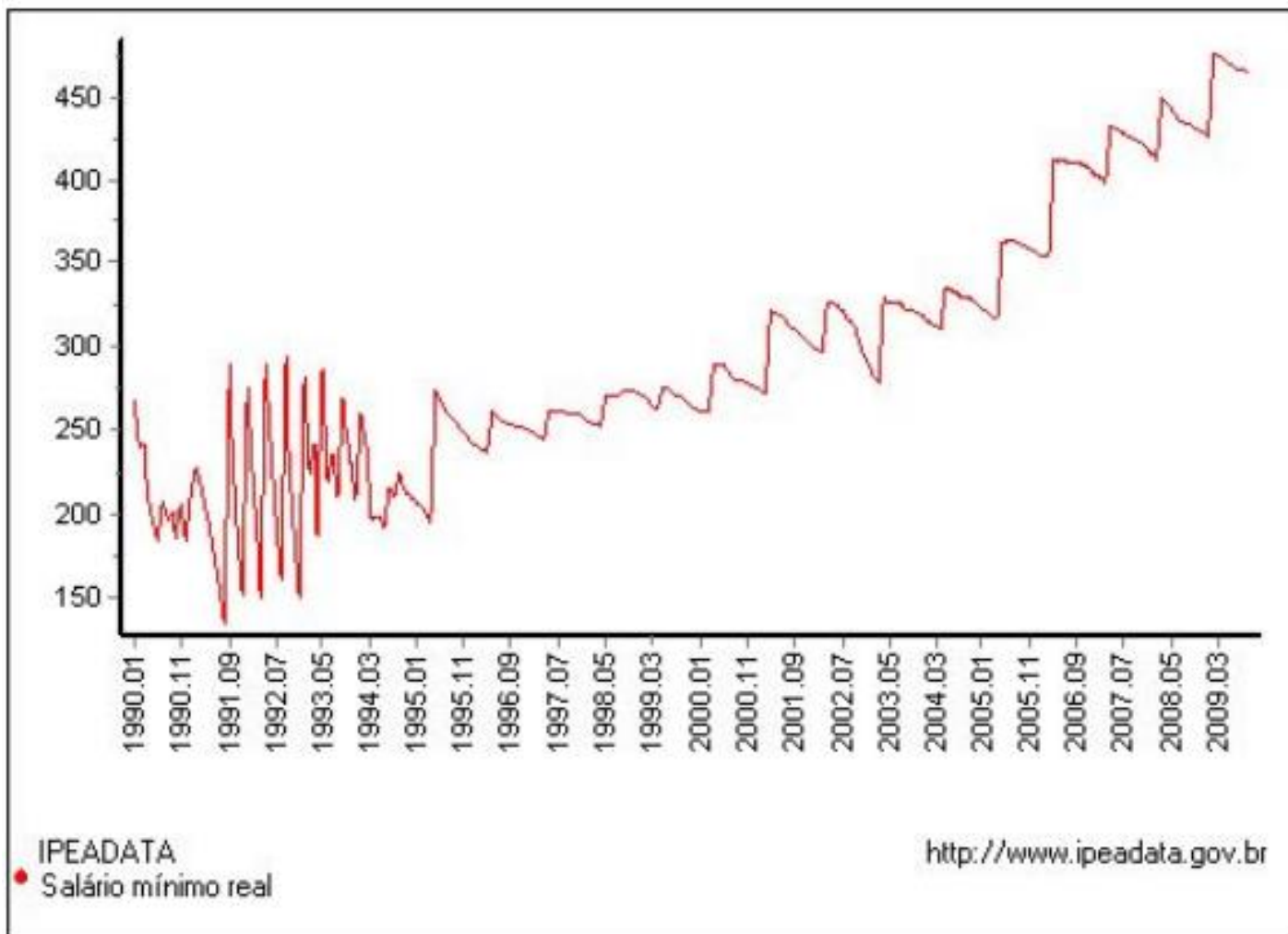
- Inflação reduziu e tendência de diminuir efeito maior sobre comercializáveis do que não inflação maior do zero no pós-plano
- **Boom** de demanda
  - Fim do imposto inflacionário
  - Crédito ao consumidor
    - 31,7% PIB em jun.94 → 36,8% do PIB em jan. 95
  - Recuperação dos salários: mínimo e em geral
- Crescimento do consumo de duráveis e de importados
- Crescimento elevado da renda

# Inflação mensal do real



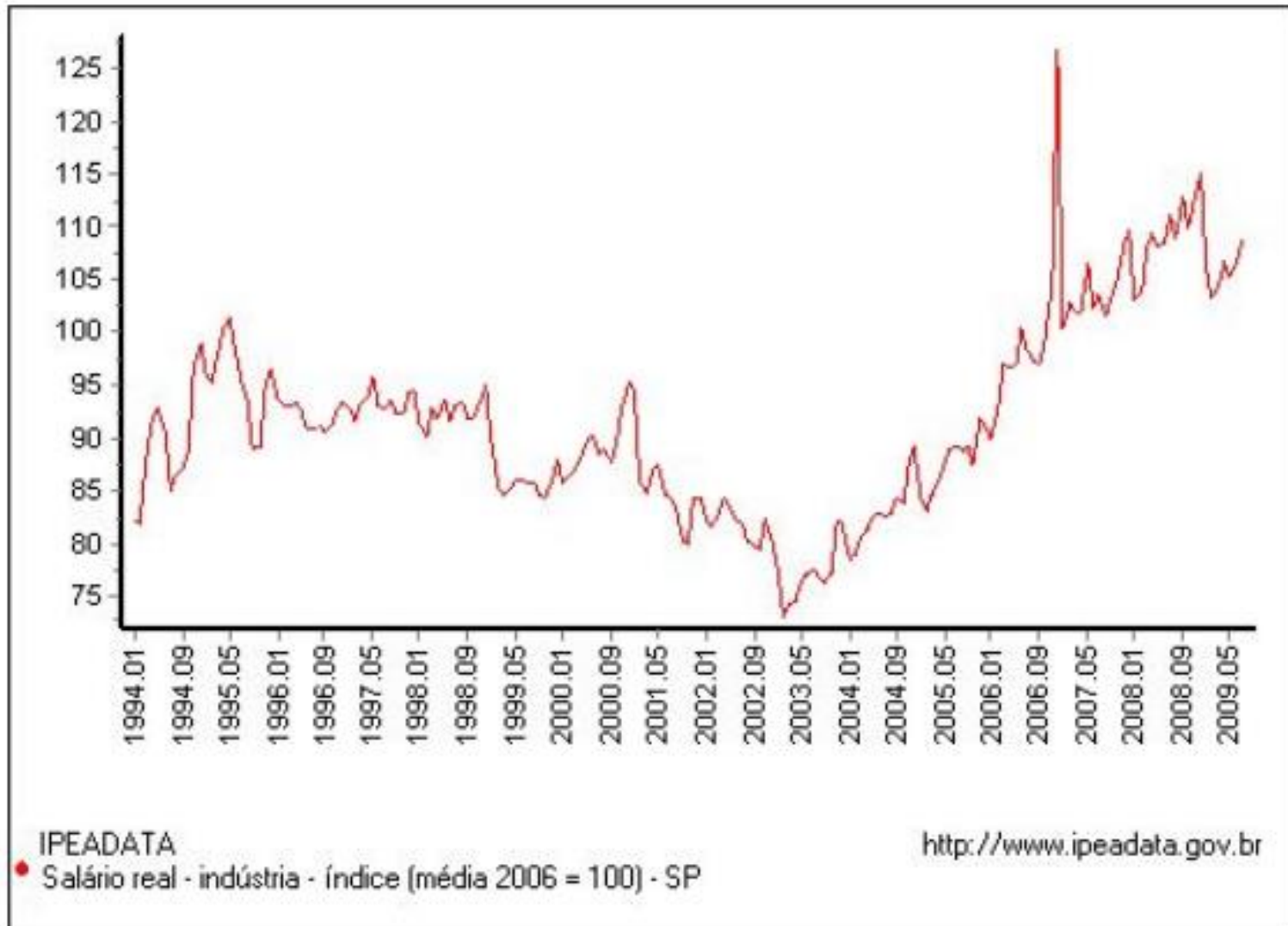
# Salário mínimo real

## R\$ de 2009

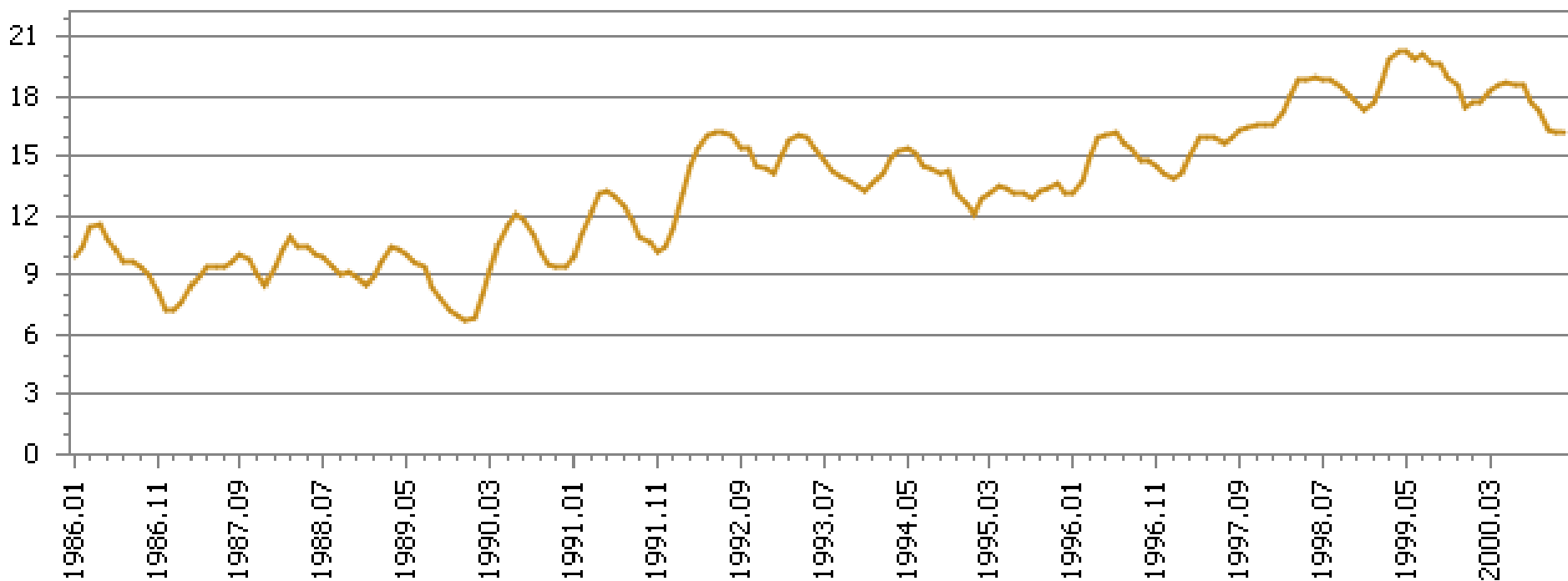


# Salário industrial real

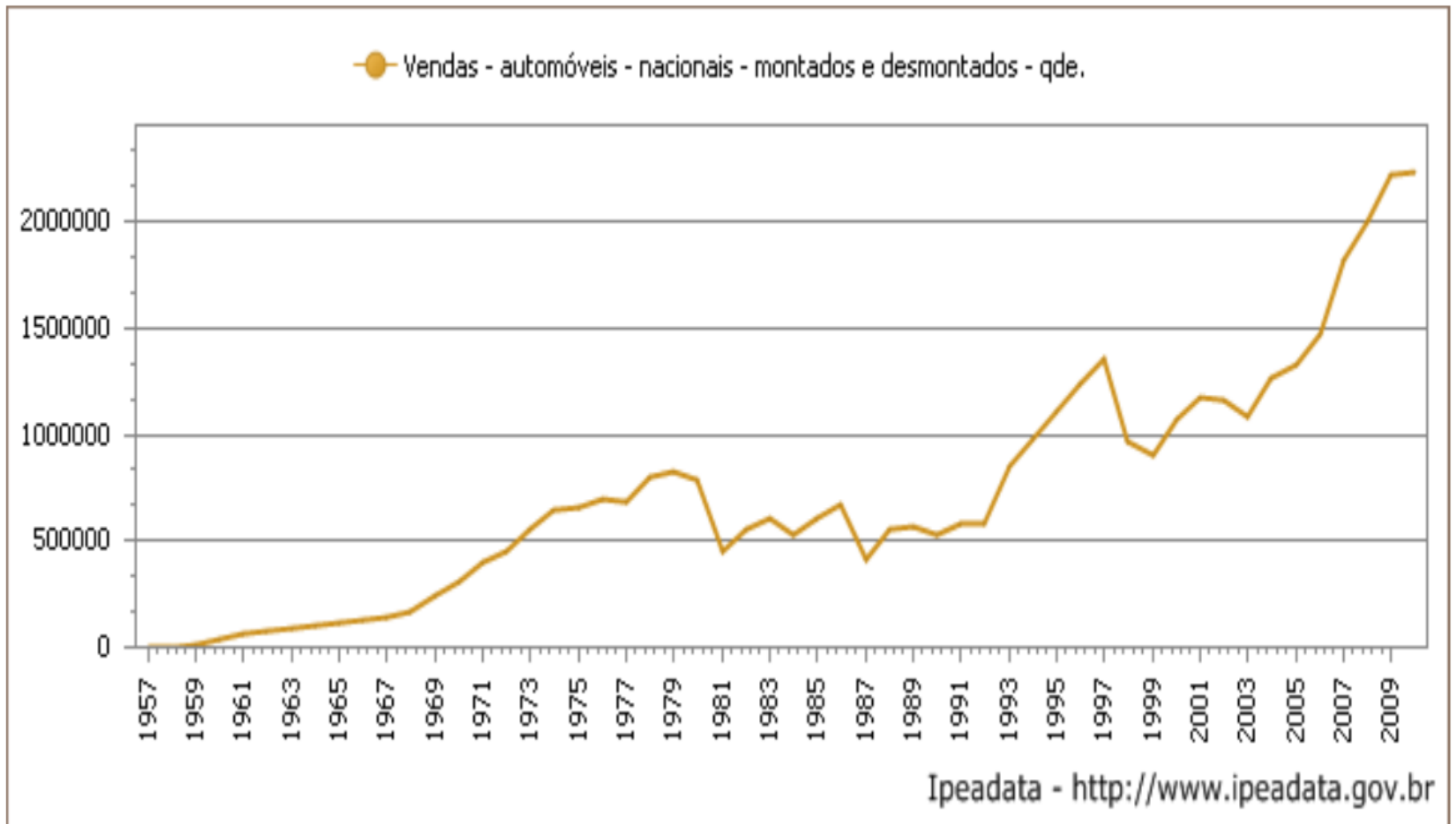
Índice 2006 = 100



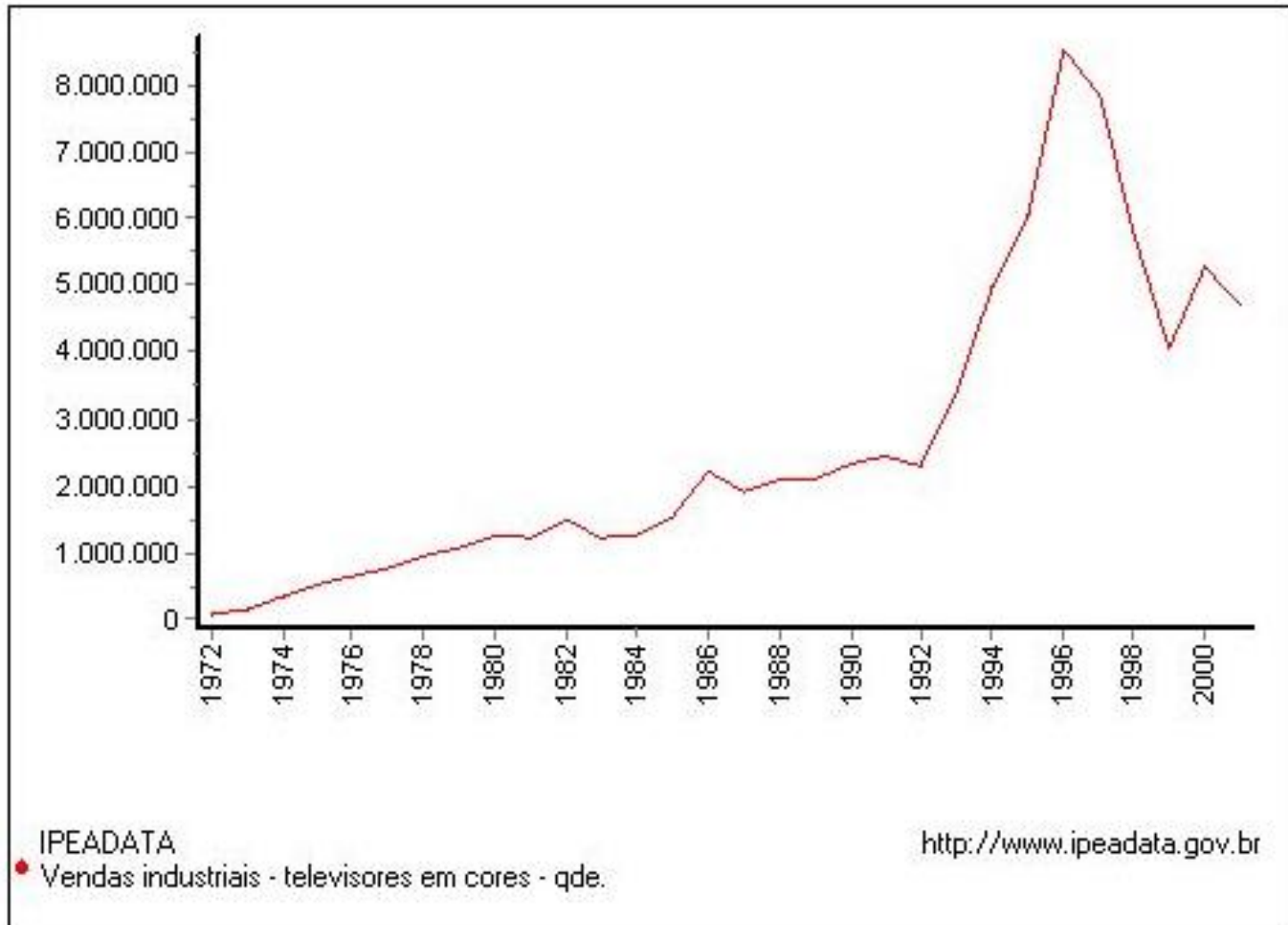
● Taxa de desemprego - RMSP



# Vendas de automóveis

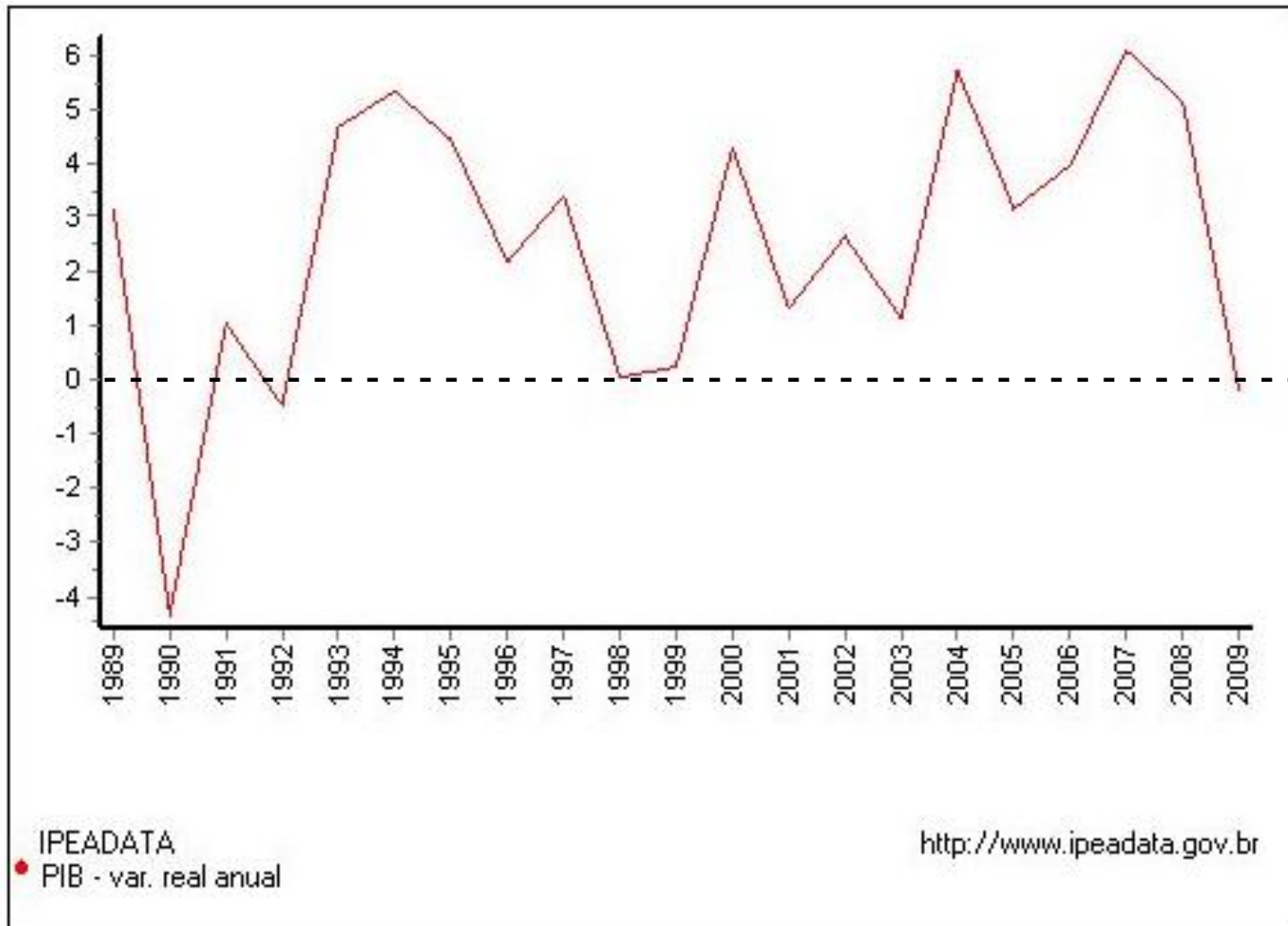


# Vendas de Televisores





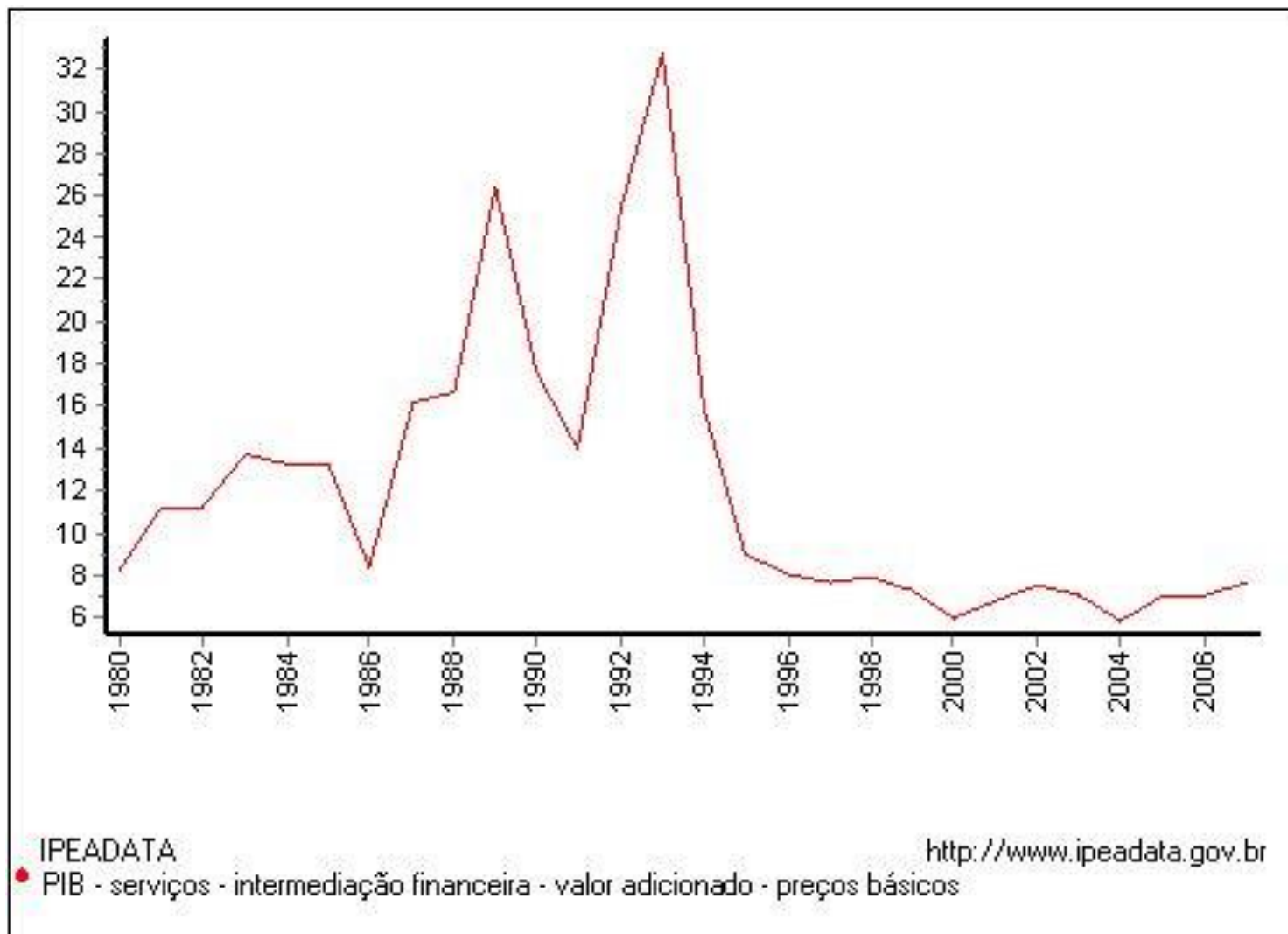
# Crescimento do PIB real



# Estabilização e reestruturação

- Setores beneficiados pela inflação  
financeiro, supermercados, comercial etc.
- Reestruturação do setor financeiro
  - Perda do diferencial de recursos não remunerados
  - % PIB de 15,6% em 1993 para 6,9% em 1995
  - Proer (95): Econômico, Nacional, Bamerindus
  - Proes (96): Banespa e Banerj → intervenção e venda
  - Fundo Garantidor do Crédito: garantia de depósitos
  - Tarifas e fusões: adiar o Acordo de Basiléia
- Federalização da dívida dos Estados
  - Dívidas pagas em 30 anos, se não pagar perda de receitas

# Setor financeiro em % PIB



**Tabela 7 - Número de bancos brasileiros por categorias selecionadas**

Anos	1950	1955	1960	1964	1976	1987	1993	1997
Bancos oficiais (fed/est)				24	27	31	30	27
Bancos privados:				312	79	74	215	193
a) nacionais				304	69	56	178	148
b) estrangeiros				8	10	18	37	45
Total	413	379	338	336	106	105	245	220

Fonte: Anos 1950, 1955, 1960 – Moreira (1984), demais anos: Meirelles (1999).

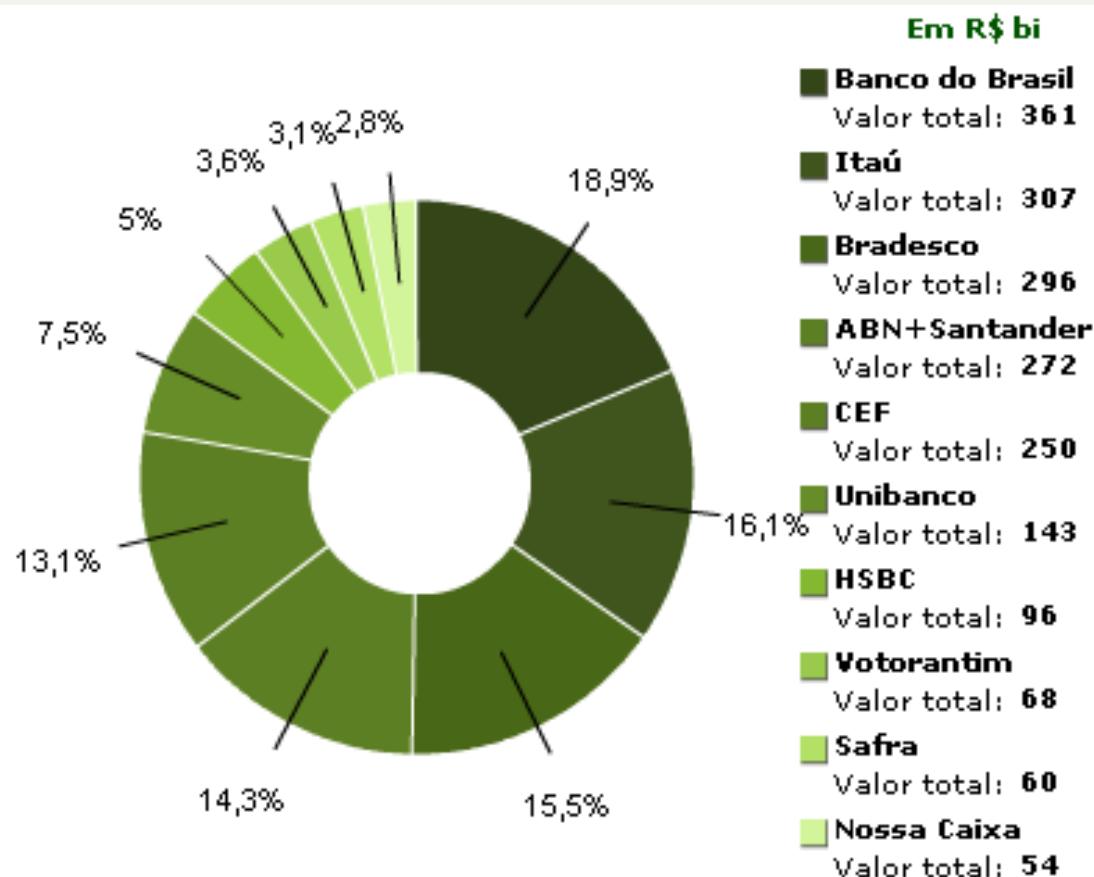
**Tabela 6 - Participação % das instituições financeiras no patrimônio do sistema**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Jun/99
Bancos com controle estrangeiro	7,28	9,57	13,08	10,29	14,29	21,86	25,91
Bancos privados nacionais	48,23	55,63	49,21	55,32	51,82	49,75	45,71
Bancos públicos	15,02	11,06	12,41	12,40	11,49	11,35	11,26
CEF	4,04	5,27	12,04	8,85	9,09	5,42	5,30
BB	24,93	17,76	11,82	11,87	11,76	10,03	10,13
Cooperativas de crédito	0,50	0,71	1,44	1,27	1,55	1,59	1,69
Total	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: BANCO CENTRAL -COSIF – DEORF/COPEC em [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

## BANCOS NO BRASIL

Ativos das maiores instituições financeiras no país



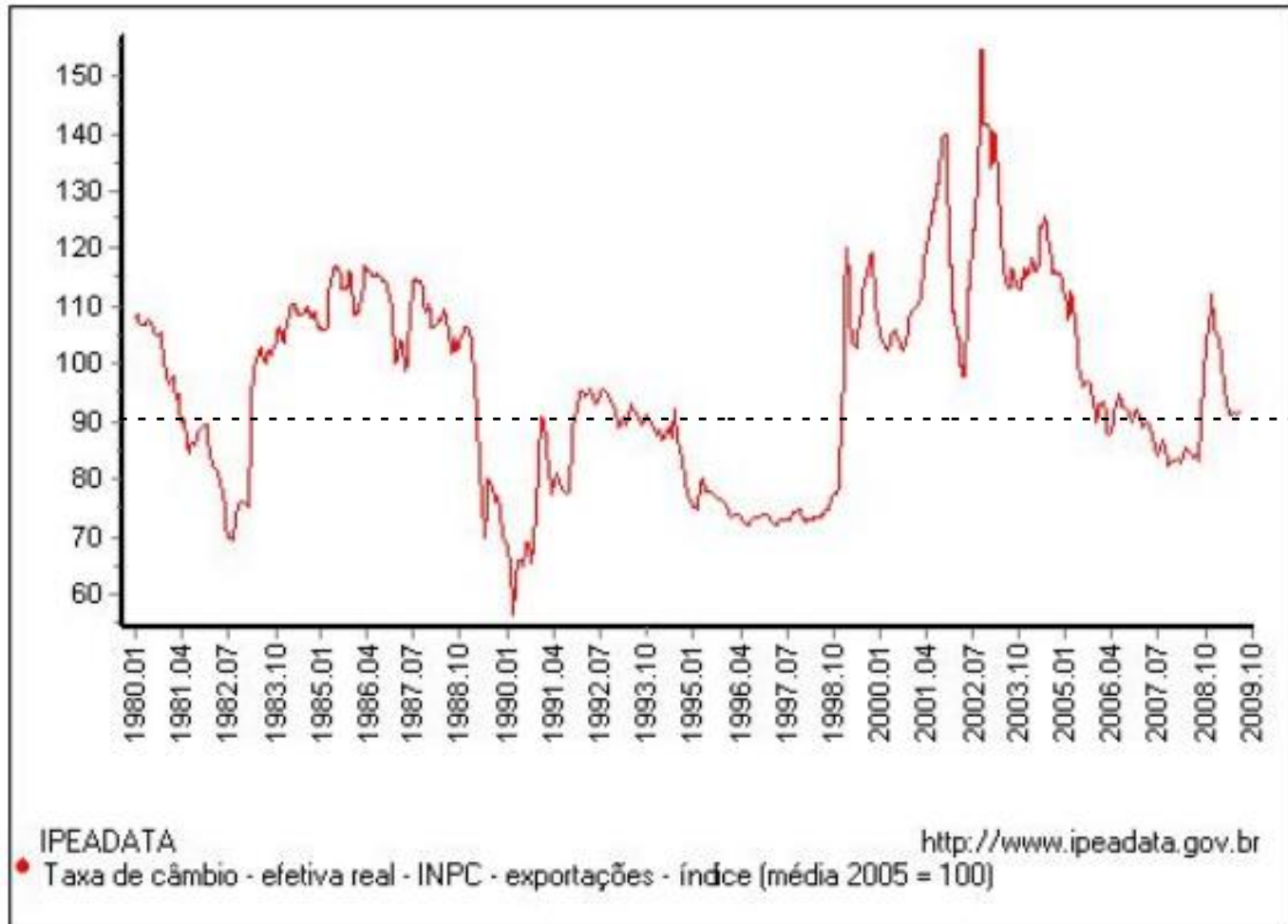
Fonte: BC e Alcides Leite (Trevisan Escola de Negócios)

# Abertura comercial

- Reversão da liberalização comercial?
  - tarifa efetiva média: 13,6% em 1994, 17,1% em 1995 e 18,7% em 1999
- Crise mexicana → + tarifas
  - tarifas elevadas para automóveis e reduzidas para autopeças → regime automotivo com a Argentina: elevadas tarifas
- Tratado de Ouro Preto (1994)
  - Tarifa externa comum, exceções nacionais
  - sucesso na OMC: algodão, açúcar e aviões
- Valorização cambial e retração do superávit comercial

# Câmbio real das exportações

índice de R\$/US\$, deflator INPC



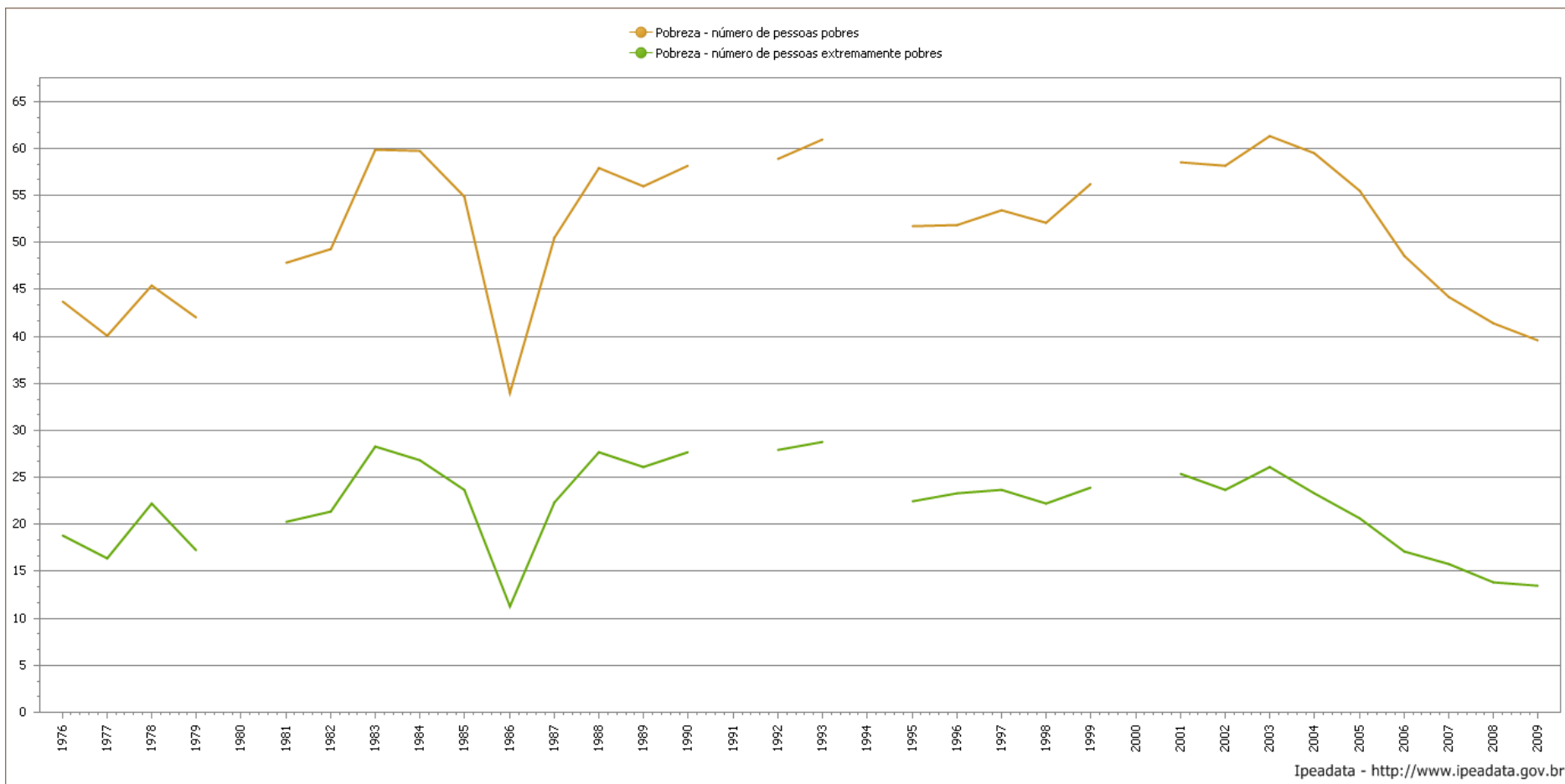
Medida da competitividade das exportações brasileiras calculada pela média ponderada do índice de paridade do poder de compra dos 16 maiores parceiros comerciais do Brasil. A paridade do poder de compra é definida pelo quociente entre a taxa de câmbio nominal (em R\$/unidade de moeda estrangeira) e a relação entre o Índice de Preço por Atacado (IPA) do país em caso e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC/IBGE) do Brasil. As ponderações utilizadas são as participações de cada parceiro no total

# Estabilização e pobreza

- Redução do imposto inflacionário melhorou, proporcionalmente, mais a renda dos mais pobres
- Melhora dos salários
- Redução do número de pobres
- Preocupação com educação: mais investimentos do Estado
  - universalização
  - crescimento do ensino médio
- Constituição redireciona as ações do Estado
- eleição de FHC resultado da melhora



# Número de pobres em milhões



# Estado e desenvolvimento

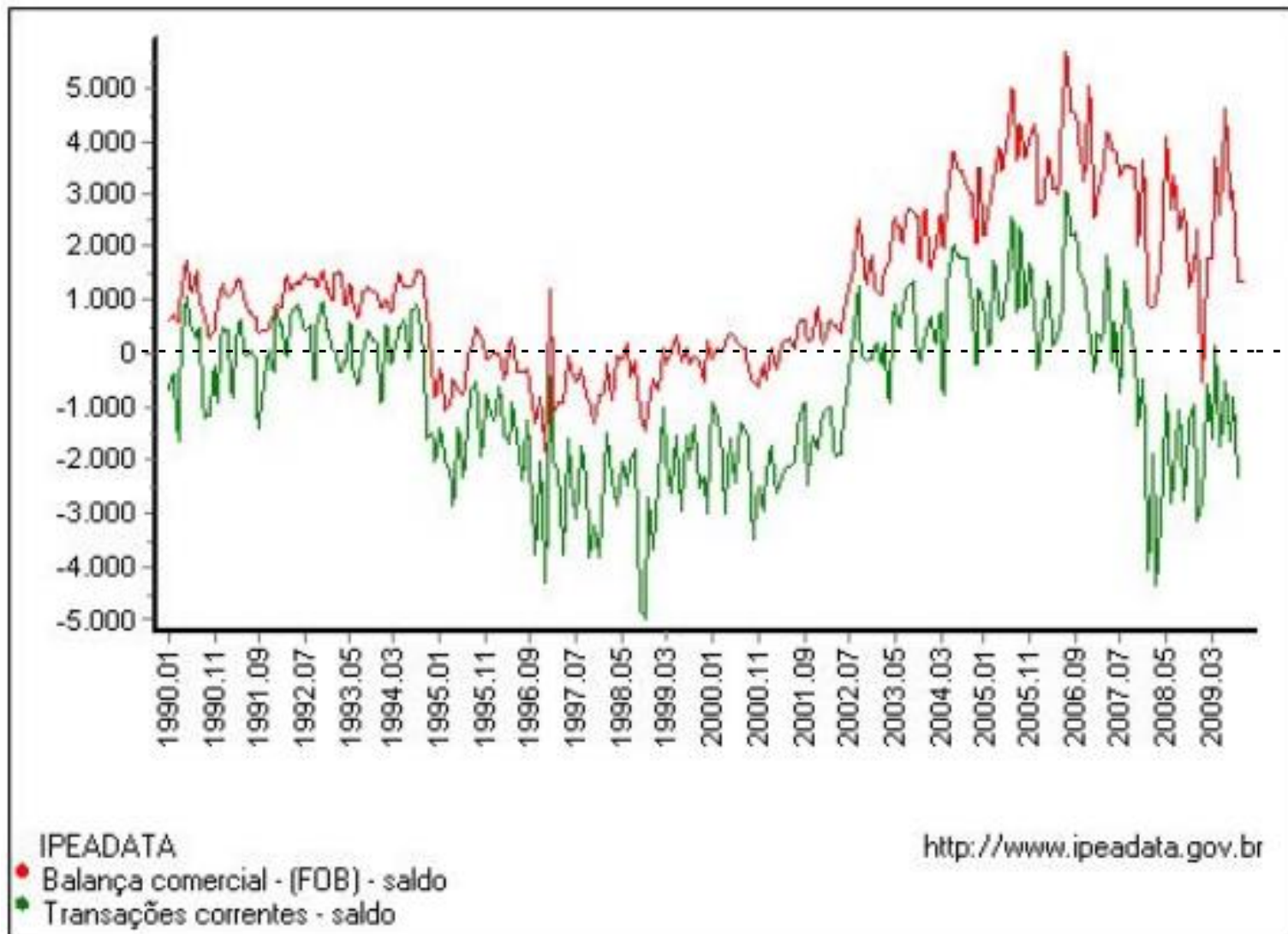
“nos anos 80, a identidade positiva Estado-Desenvolvimento se dilui e o Estado passa a ser visto quase como um obstáculo ao progresso. Não é só a ideologia neo-liberal que ganha uma hegemonia temporária. Mais do que isto, é a falência material do Estado, tanto em países ricos quanto pobres, que leva a um esforço de reforma que não pode ser modelado ideologicamente. Aliás, um outro dado fundamental nasce da falência dos modelos ideológicos. O Estado de resolver problemas concretos, com os meios concretos de que dispõe” (FHC, REP, 1995)

“O grande problema do Estado, no Brasil, não é o gigantismo, e sim o desbalanceamento. O Estado é omissos onde deve estar presente, mete-se onde não deve.” (Simonsen, Exame, 28/9/1994)

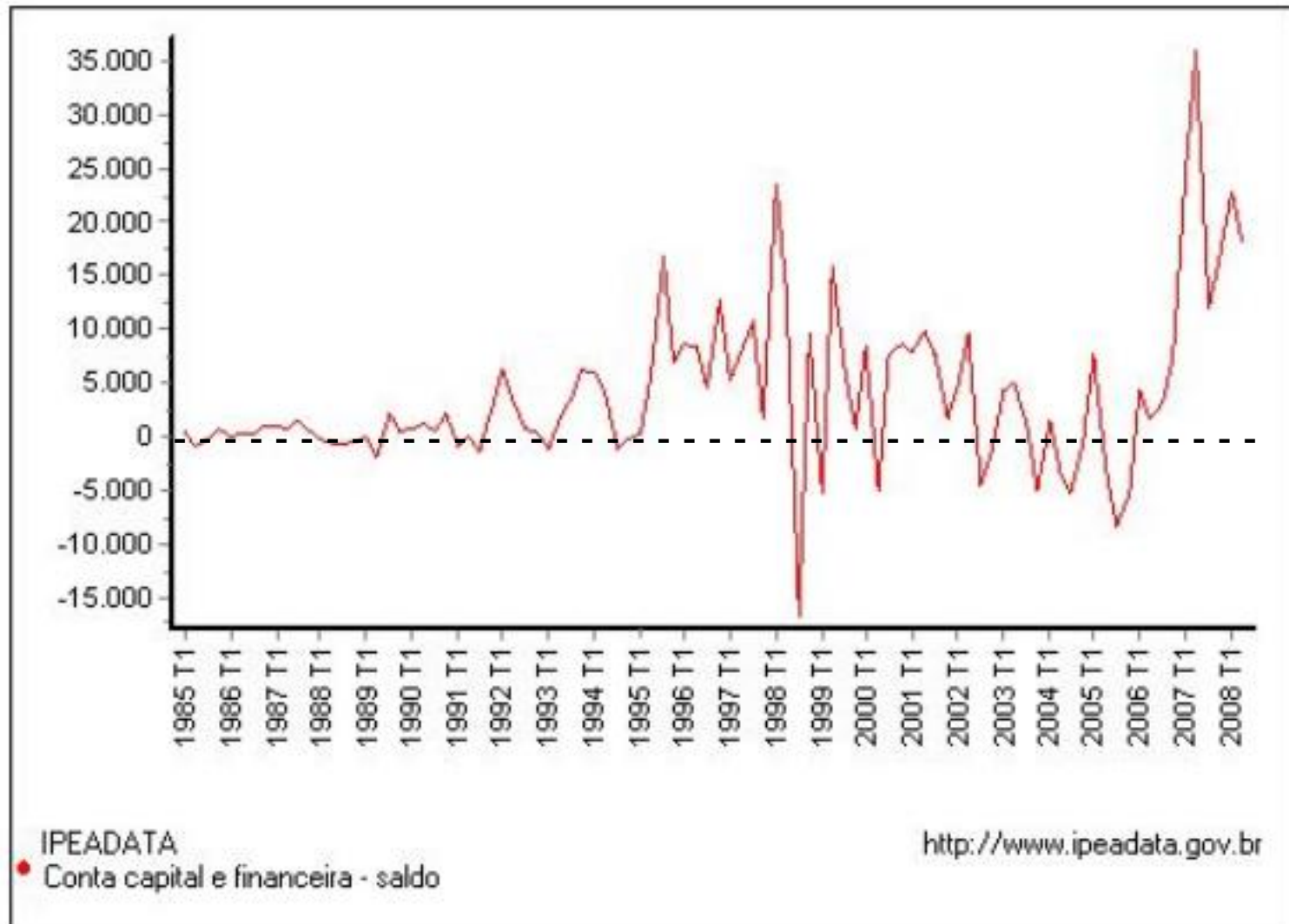
# FHC e Pedro Malan: 1º mandato

- Escolha da âncora cambial  
Arida → Loyola → Franco
- Sistema de bandas cambiais  
após a crise do México de 1994-95  
aperto de crédito via juros  
minibanda cambial desvalorizada cerca de 7% ao ano  
avanço da privatização e mudanças seguridade social
- Passividade monetária
- Contas externas:
  - Déficit da balança comercial e de transações correntes
  - Maior investimento direto estrangeiro e empréstimos externos
- Desequilíbrio fiscal cresce

# Balança de Pagamentos em milhões de US\$ - valores mensais



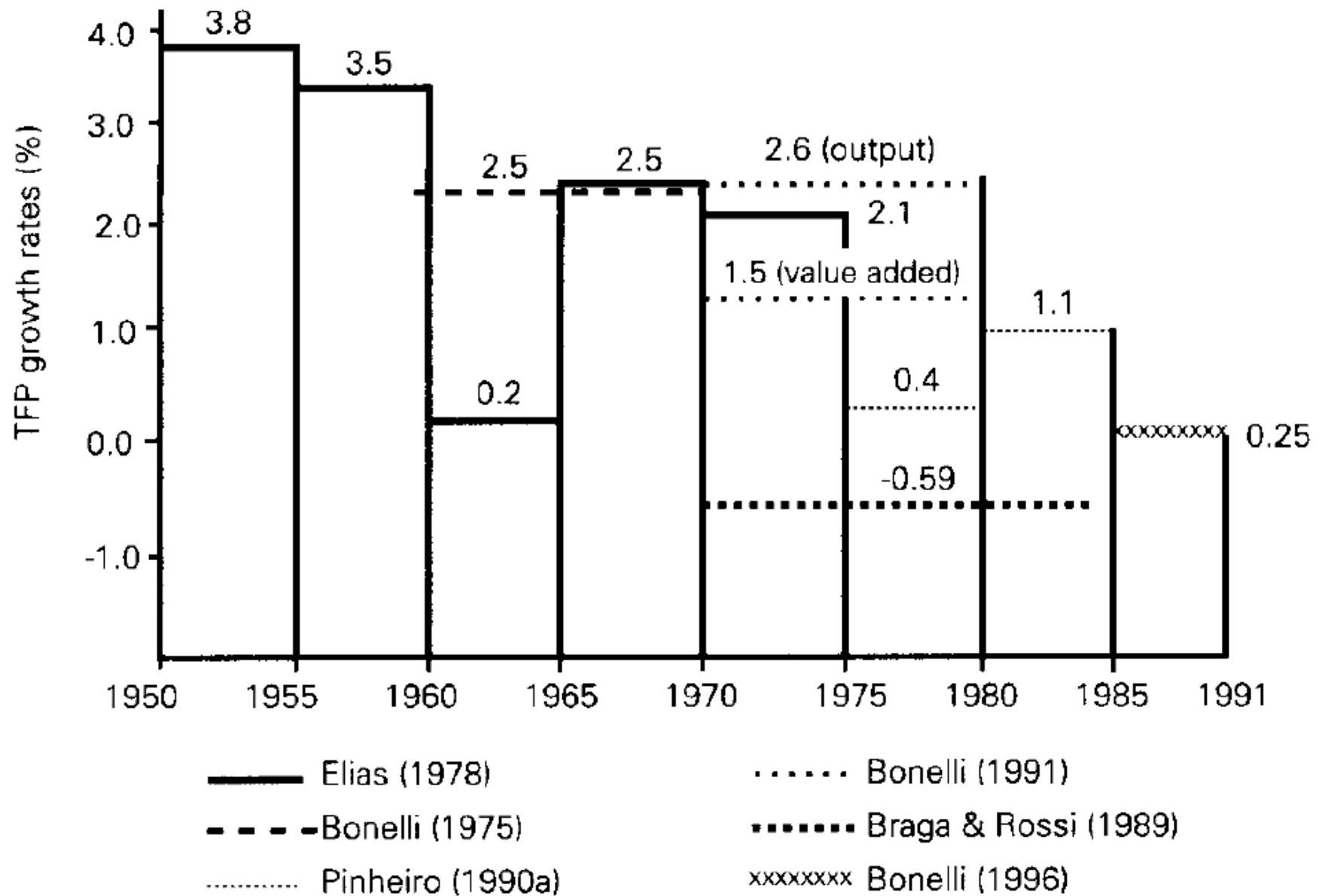
# Conta capital e financeira em milhões de dólares



# Inserção externa: Franco

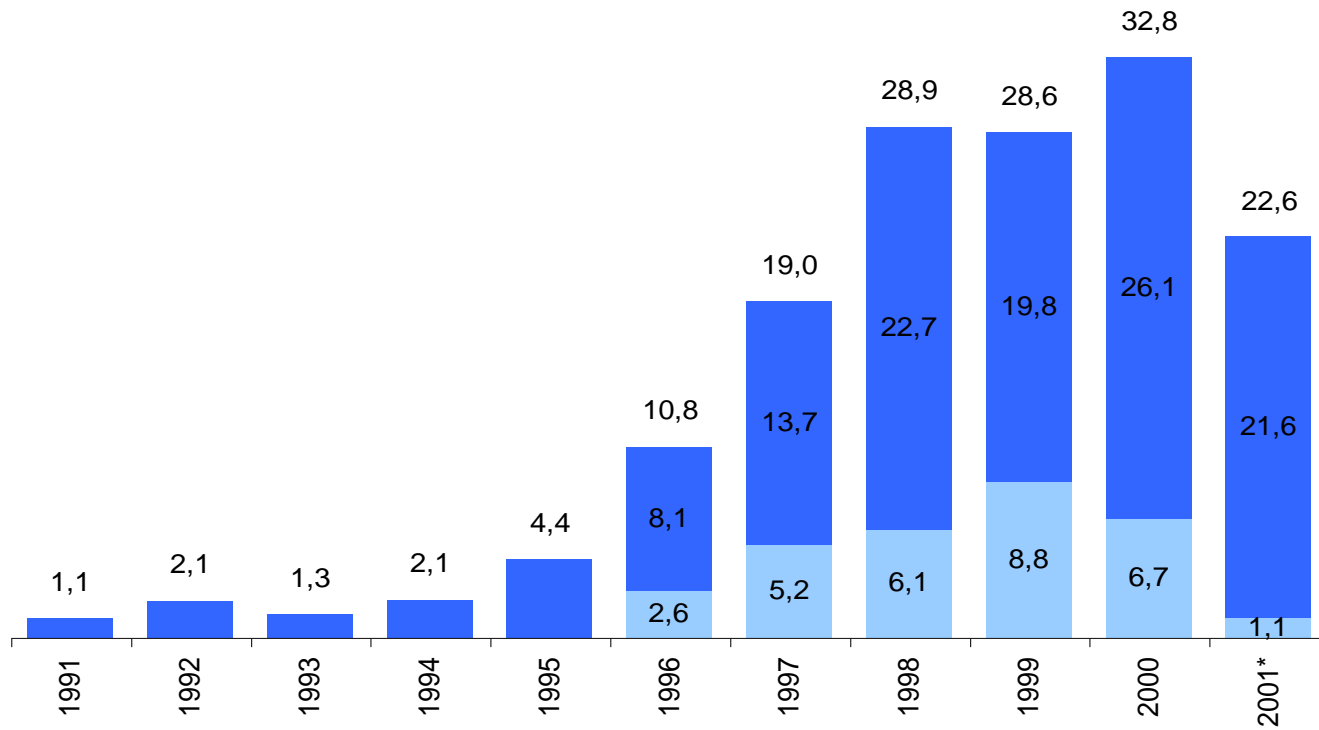
- PSI-inflação → novo modelo de crescimento
- Abertura e globalização
  - Não apenas para estabilização, mas para crescimento
  - crescimento dos fluxos de capitais nos anos 1980
  - Brasil demorou a esta oportunidade
- Investimentos externos crescem
  - aquisição de ativos → privatização
- Recuperação da produtividade
  - abertura papel determinante
  - Estado indutor do desenvolvimento

GRÁFICO 2  
Primeiros momentos do real



## Entrada de investimentos diretos (US\$ bilhões)

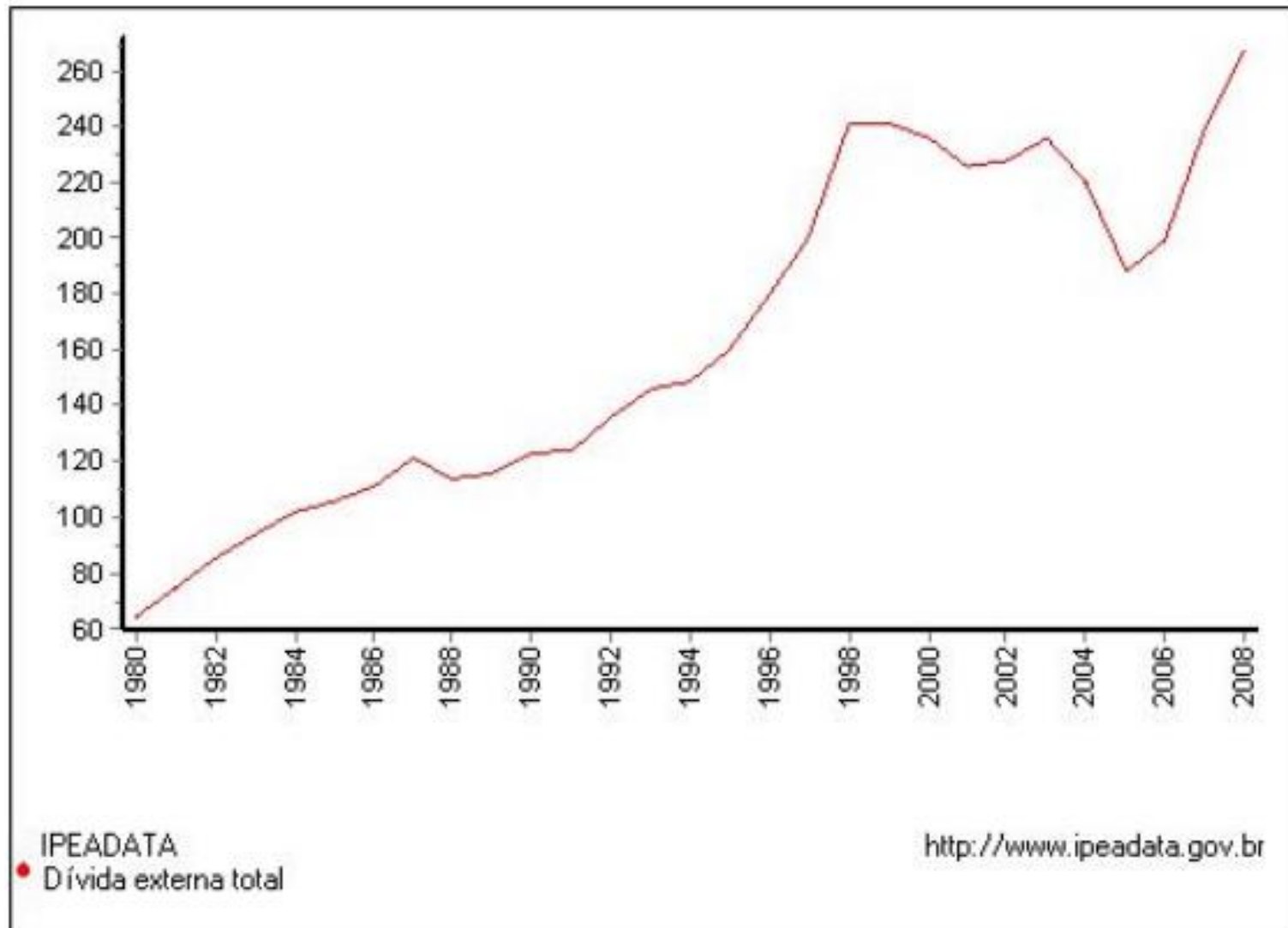
■ Privatização ■ Demais



Fonte: Banco Central do Brasil. (\*) Jan./nov.



# Dívida externa em bilhões de US\$



# Desenvolvimentistas X Fazenda

- Conflito típico de governo: dois grupos  
Serra, Motta, Mendonça de Barros etc.  
Malan, Franco etc.
- Desenvolvimentistas  
maior flexibilidade política monetária e fiscal  
resistência a privatização e + investimentos
- Fazenda e Bacen  
reduzir a inflação e câmbio  
avançar reformas
- Crítica ao sistema de bandas cambiais  
elevado custo de combate a inflação

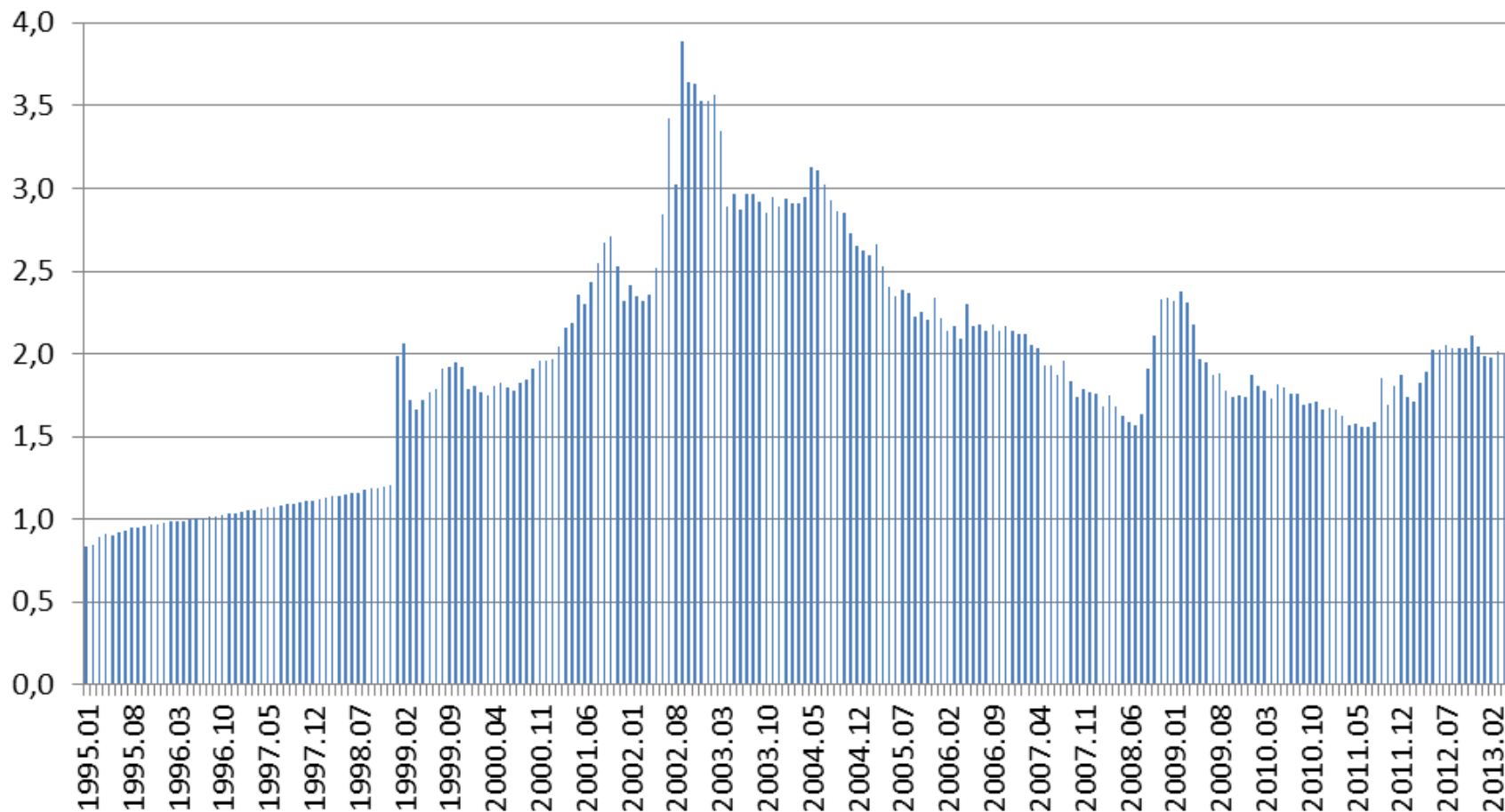
# Dependência centro - periferia

- FHC e Faletto (1970) – Teoria dependência tecnológica e investimentos desenvolvimento dependente-associado
- Avanço em relação a CEPAL negativa de dependência e desenvolvimento
- Esgotamento da substituição de importações crise fiscal do Estado desenvolvimentista
- Consenso de Washington abertura comercial e financeira

# Crise de 1998-99

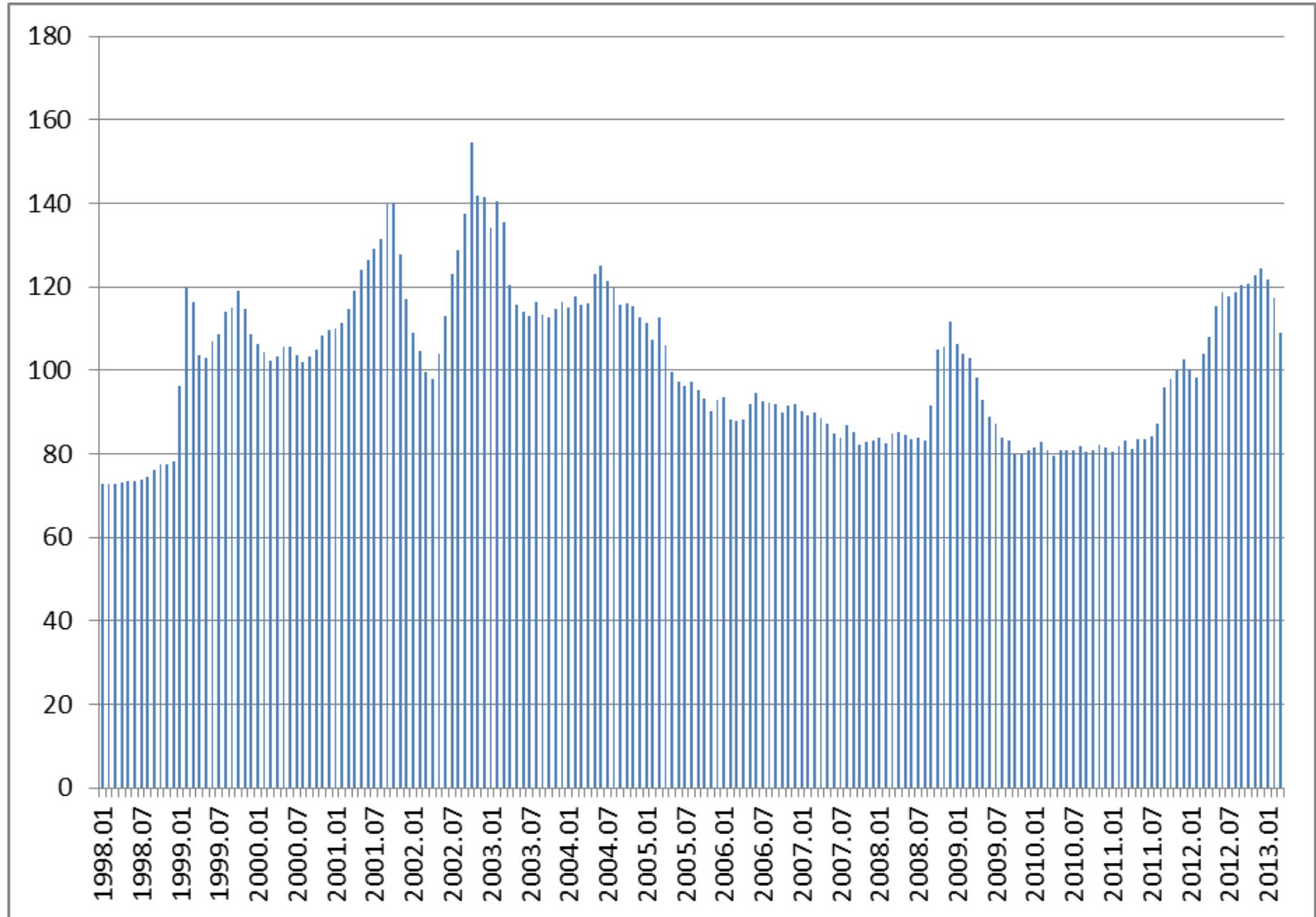
- Piora do cenário externo
  - crise Asiática e Russa
  - retração do capital externo → perda de reservas
- Desvalorização cambial em jan. 99
  - abandono da âncora cambial
- *Overshooting* cambial
  - resposta das exportações: boom de commodities
  - contratos indexados em dólar: dívida externa e interna e dívida das empresas e famílias
- Política de metas de inflação
  - redução do custo de combate a inflação

# Taxa de câmbio nominal R\$ / US\$ - comercial - compra - fim período



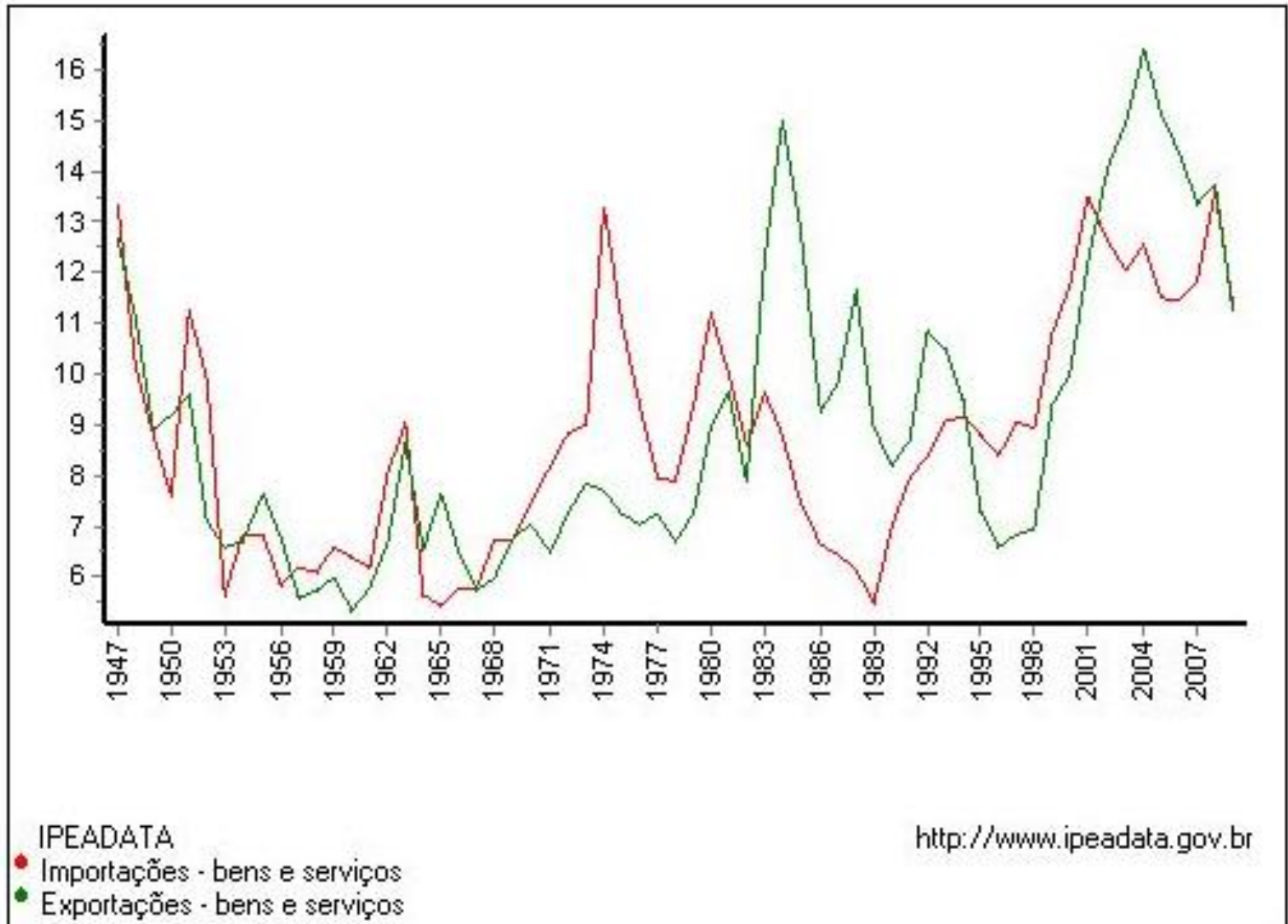
# Câmbio real das exportações

índice de R\$/US\$, deflator INPC

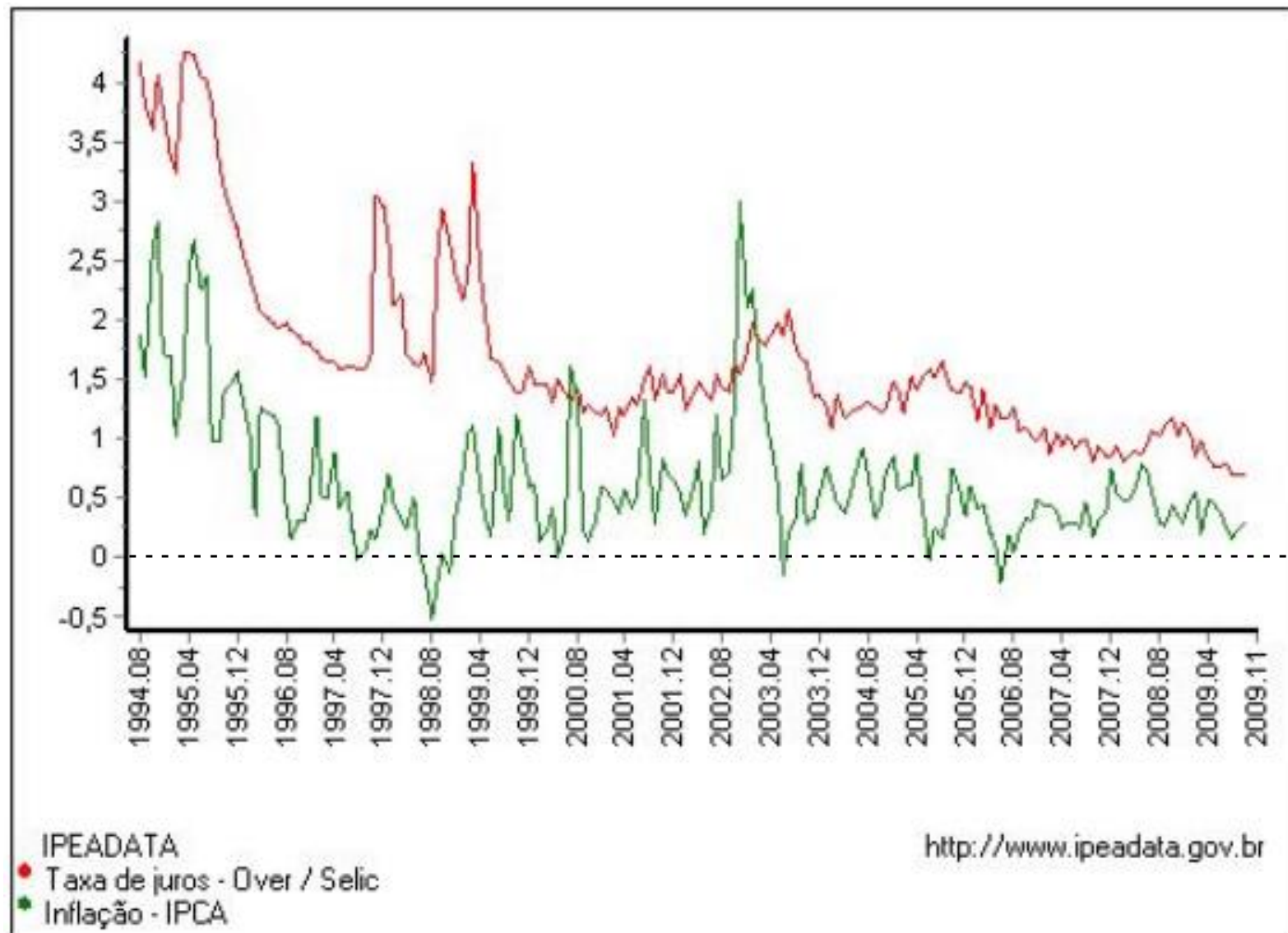


# Grau de Abertura

(em % PIB)



# Taxa de juros e inflação







## BANCO CENTRAL DO BRASIL

### Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

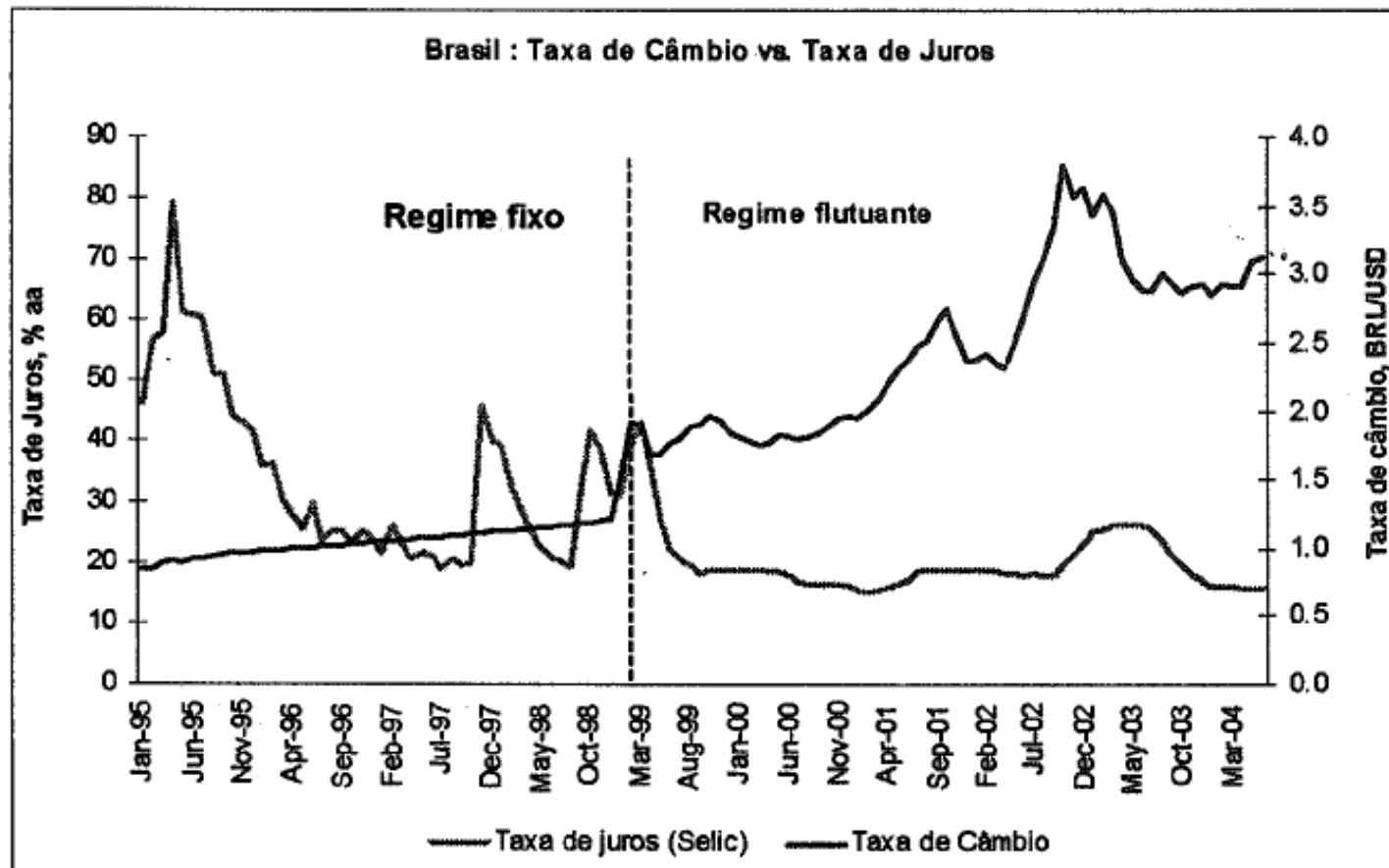
Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003 <sup>1/</sup>	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004 <sup>1/</sup>	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	

<sup>1/</sup> A Carta Aberta, de 21/01/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

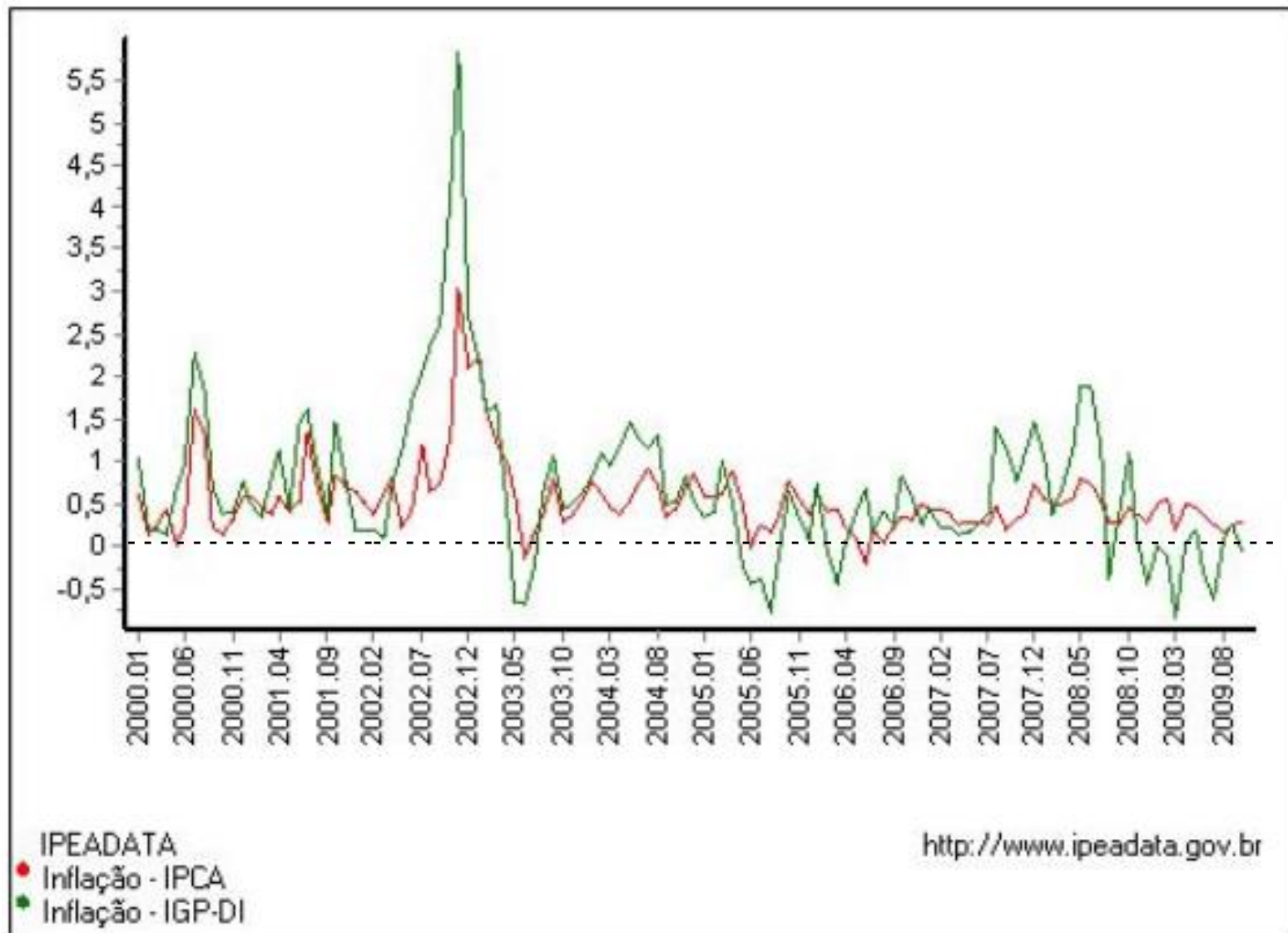
## Coeficiente de Variação

Desvio padrão dividido pela média

Período	Selic Nominal	Taxa de Câmbio
1995.1 - 1998.12	0.42	0.09
1999.1 - 2004.5	0.27	0.25



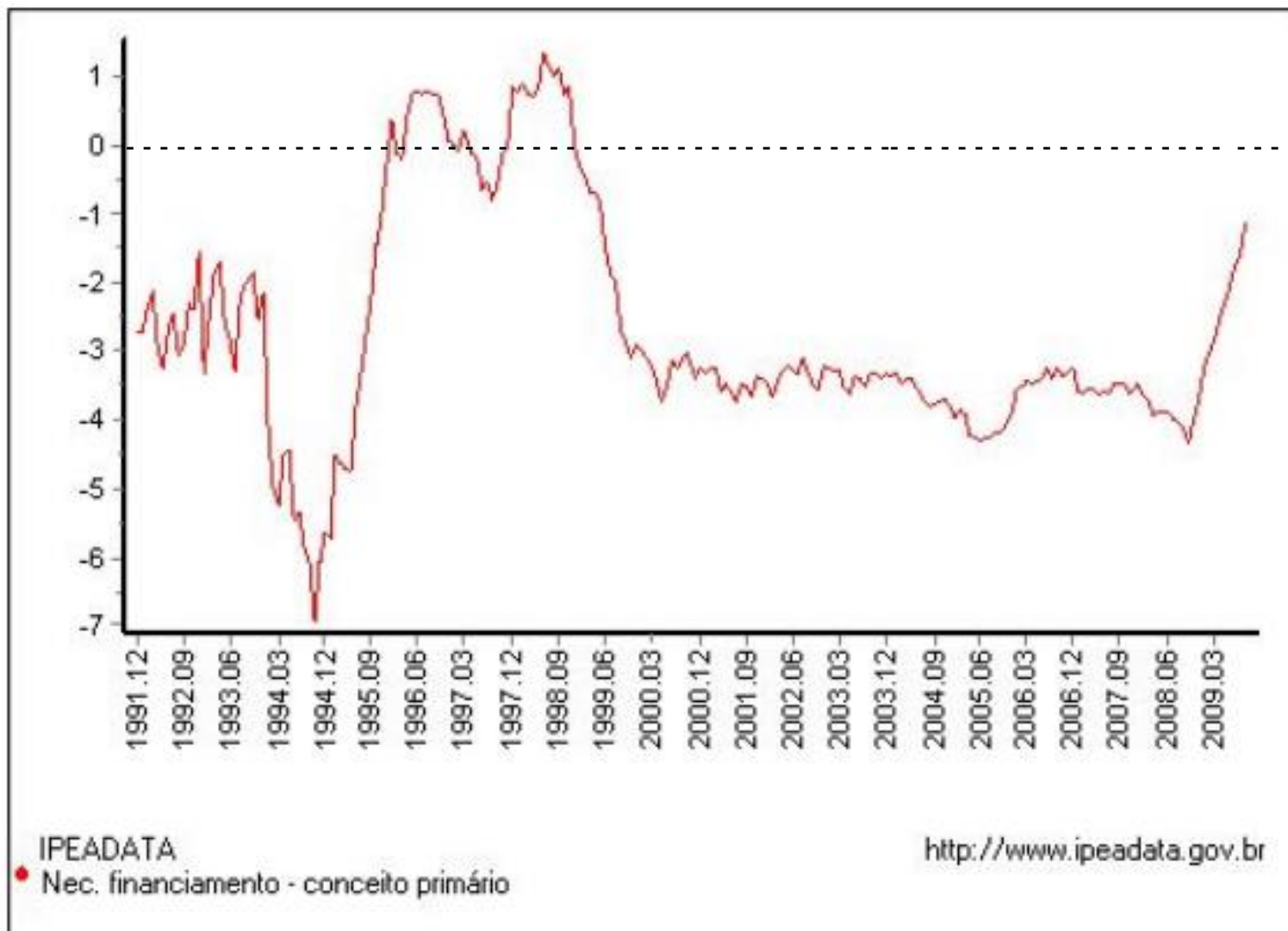
# IPCA x IGP-DI



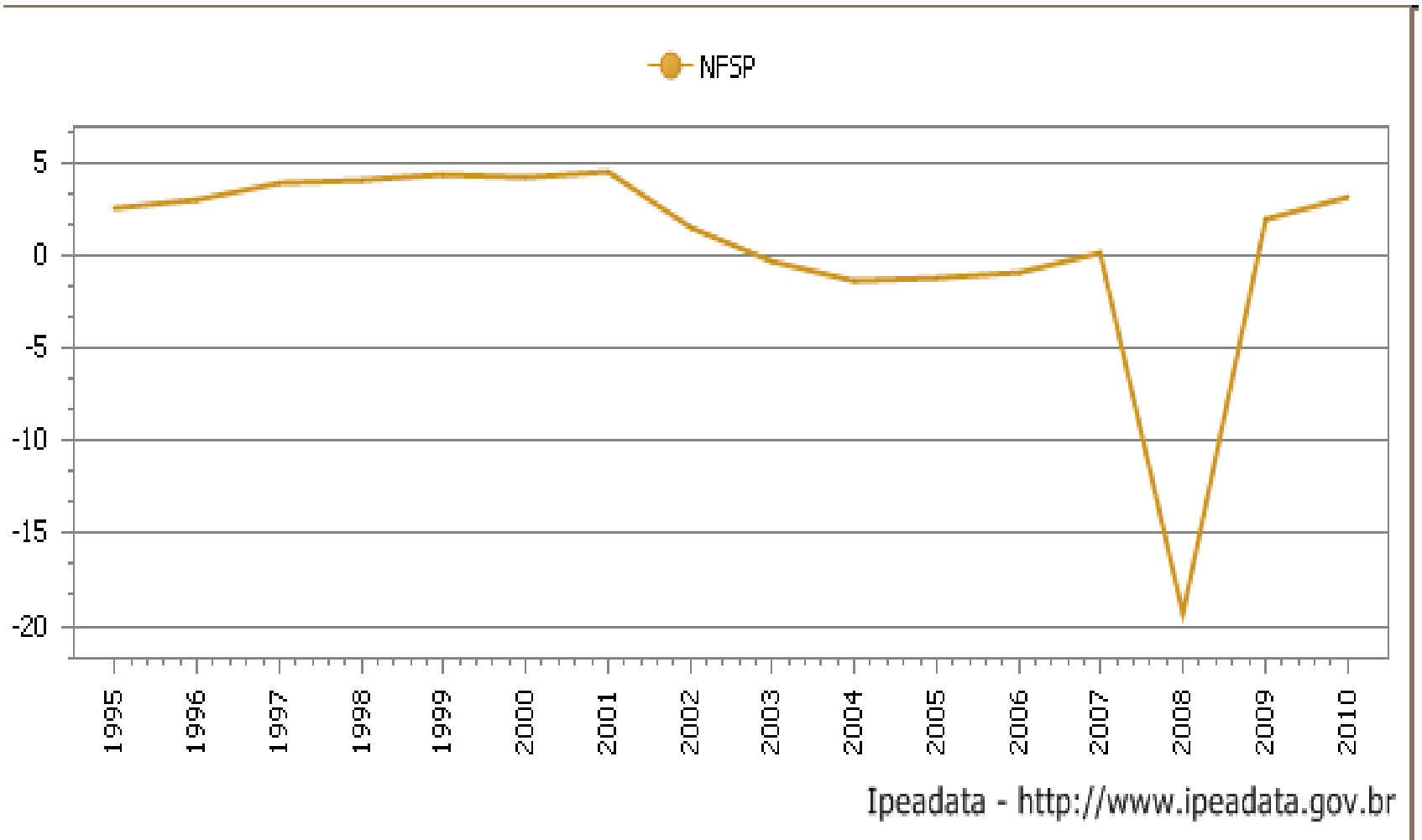
# Ajuste fiscal

- “remendo” tributário
  - contribuições
  - Reforma parcial da previdência social: + tempo de contribuição com idade mínima – fator previdenciário
- Privatizações e fim do monopólio do petróleo
  - Telebrás
  - Bancos: Banespa
  - Agências reguladoras:
    - Anatel, Aneel (1997), ANP (1998)
- lei de responsabilidade fiscal em 2000
  - Bacen não emite mais títulos a partir de 2002
- Meta de superávit fiscal
  - Acordo com o FMI em 1998: US\$ 42 bilhões

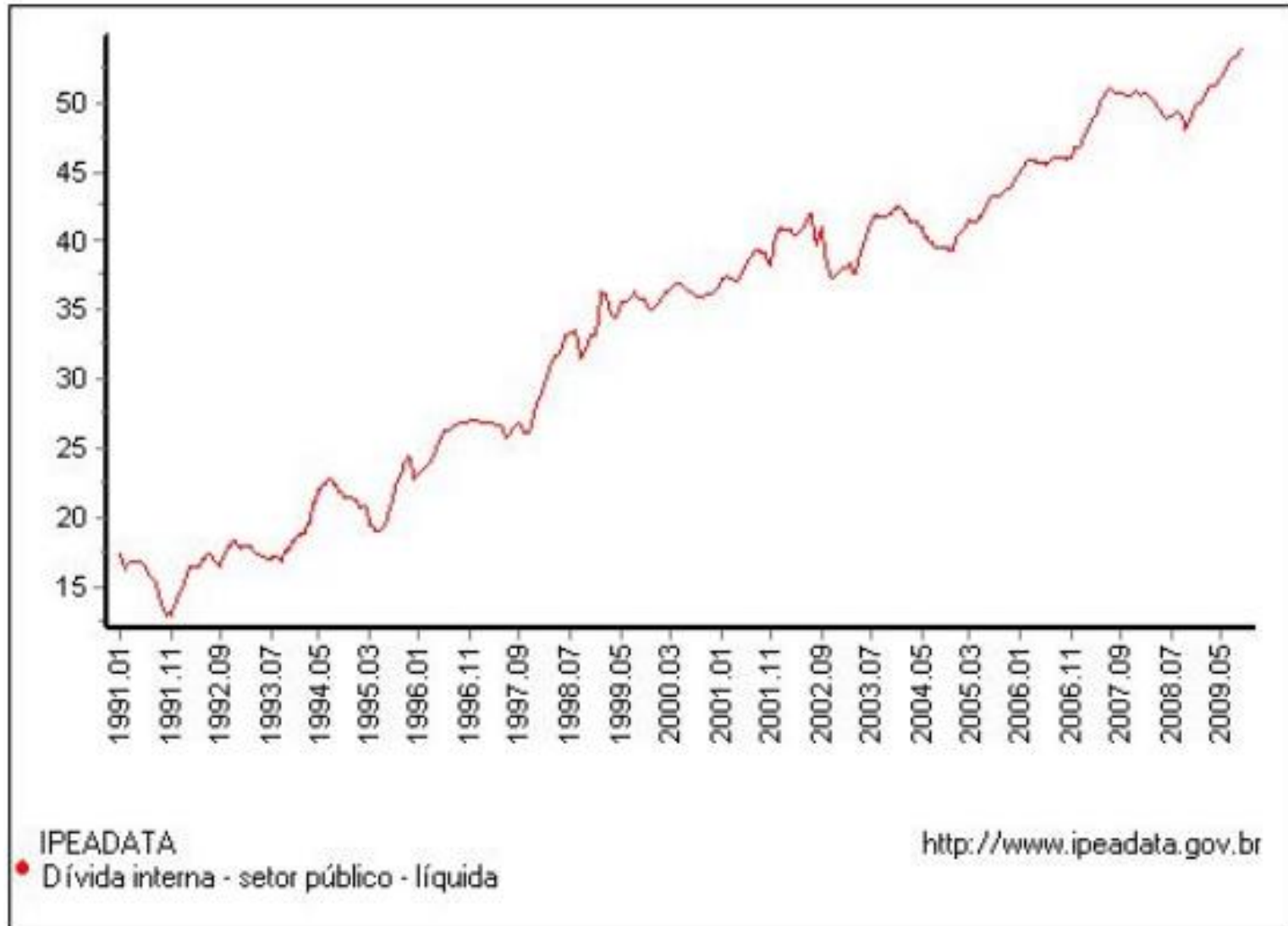
# NFSP primário (em % PIB)



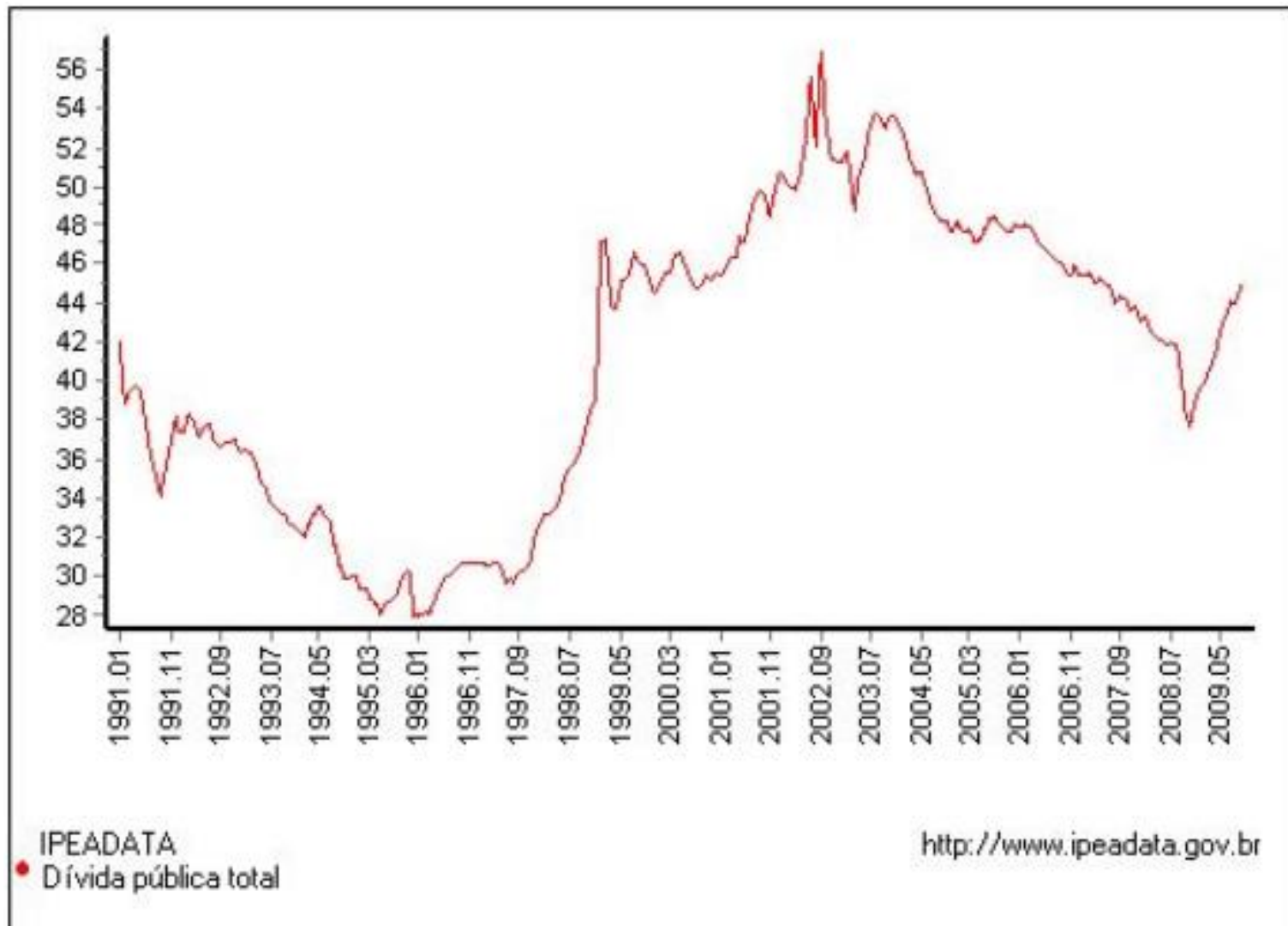
# NFSP em %PIB



# Dívida interna líquida do governo (% PIB)



# Dívida pública total (em % PIB)





# Resultados do 2º governo FHC

- Ajuste externo
  - TCC de -4,9% PIB em dez. 1999 para 1,7% dez. 2002
- Ajuste fiscal
  - superávit primário de 1,6% PIB em dez. 1999 para 4,3% em dez. 2002
- Caminho para o equilíbrio externo e fiscal

# Conclusão do FHC

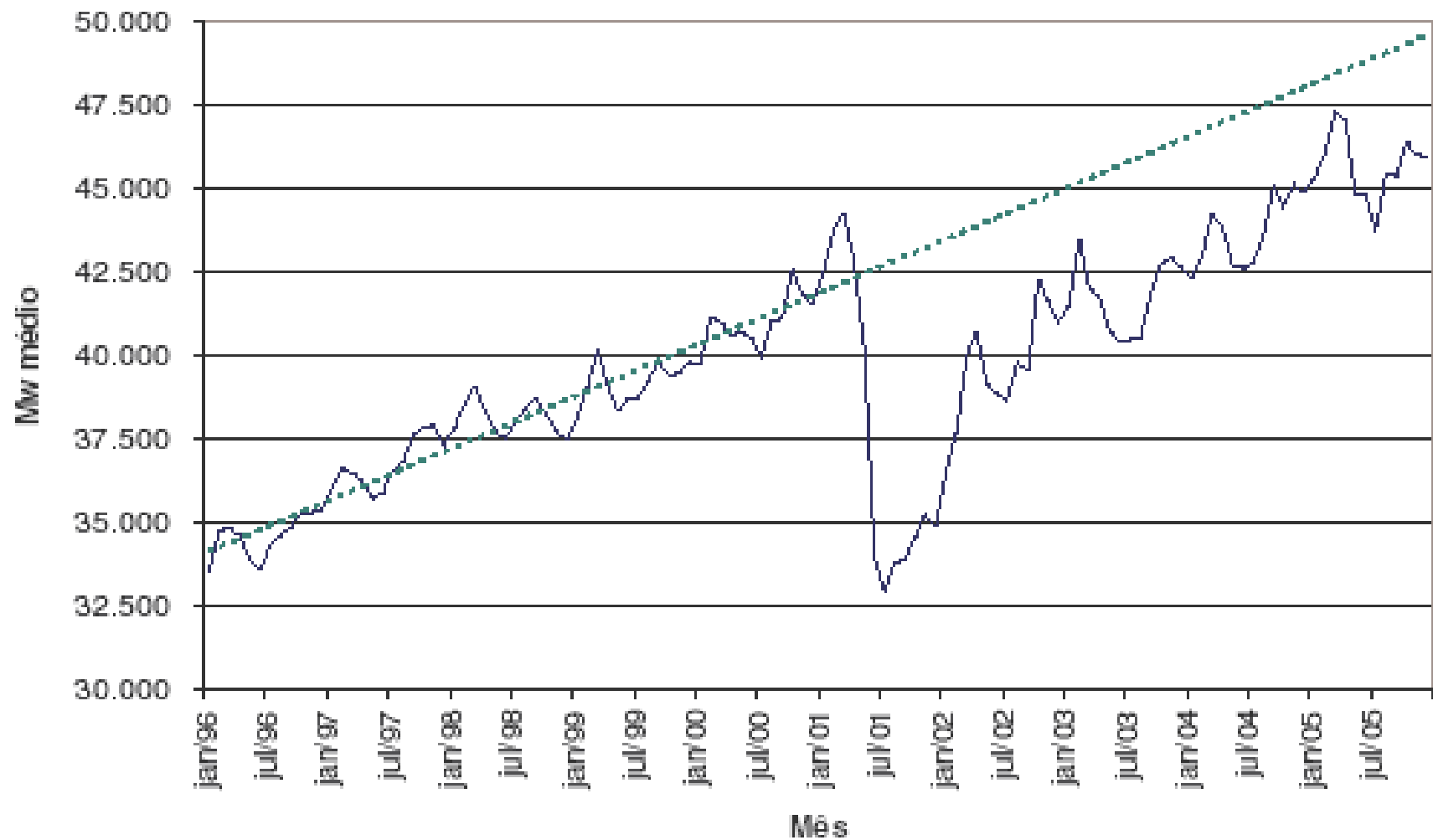
- Trííplice mudança de regime:
  - Ajuste fiscal: LRF, maiores tributos e controle de gastos
  - Taxa de câmbio flutuante e menor desequilíbrio externo
  - Sistema de metas de inflação: menos custoso
- Estabilidade de preços continuada
  - Vários anos de inflação de um dígito
- Política social
  - LOAS: aposentadoria do idoso e deficiente
  - Bolsa escola (2001) e vários auxílios dispersos: renda, alimentação e auxílio gás

# Retomada do crescimento?

- Redução da inflação: 6% em 2000
- Superávit primário: 3,3% PIB em 2000
- Redução do déficit de conta corrente
- Crescimento 4,3% em 2000
- Revés:
  - crise Argentina no início de 2001
  - acionamento de energia: excesso de demanda
  - 11 de setembro
- Incerteza da sucessão → instabilidade

### Gráfico nº 3

## Evolução da Carga do Sistema Interconectado: 1996 – 2005



# Sistema de metas em risco

- Apesar de um crescimento maior em 2002  
crescimento ainda pequeno
- Elevada desvalorização em 2002  
52% ao longo do ano
- Inflação chegou a 13% longe da meta
- Taxa de Juros chegou a 25% no final do ano
- Turbulência financeira  
redução da entrada de capitais estrangeiros
- Reservas de US\$ 37,8 bilhões  
mas 20,8 do FMI

# **Governo Lula**

Giambiagi, 8 e 9

Gremaud, 18

Abreu, 17

# Rompendo com a ruptura

- Eleições: perspectiva da vitória da esquerda  
grande teste da estabilização: mudança expressiva
- Incerteza sobre o governo → crise de confiança  
moratória/renegociação da dívida externa FMI:  
plebiscito e auditoria – CNBB e Mercadante  
meta de superávit primário de 3% “é exagerada e suicida” – Mantega  
Proposta do Fome Zero: cupons de alimentação  
risco Brasil cresceu e desvalorização cambial
- Caminho para o centro desde 1989  
grave crise argentina de 2001-2002  
carta ao povo brasileiro jun.2002  
Nota sobre o Acordo com o FMI (ago.02): respeitá-lo

# Carta ao povo brasileiro:

Lula 22/6/2002

A questão de fundo é que, para nós, o equilíbrio fiscal não é um fim, mas um meio. Queremos equilíbrio fiscal para crescer e não apenas para prestar contas aos nossos credores.

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.

Mas é preciso insistir: só a volta do crescimento pode levar o país a contar com um equilíbrio fiscal consistente e duradouro. A estabilidade, o controle das contas públicas e da inflação são hoje um patrimônio de todos os brasileiros. Não são um bem exclusivo do atual governo, pois foram obtidos com uma grande carga de sacrifícios, especialmente dos mais necessitados.

O que nos move é a certeza de que o Brasil é bem maior que todas as crises. O país não suporta mais conviver com a ideia de uma terceira década perdida. O Brasil precisa navegar no mar aberto do desenvolvimento econômico e social.



**RISCO-NANQUIM**

GRRR  
GRRR...



**ENCONTROS INESQUECÍVEIS**



- Me diga, como anda a "direita" brasileira?

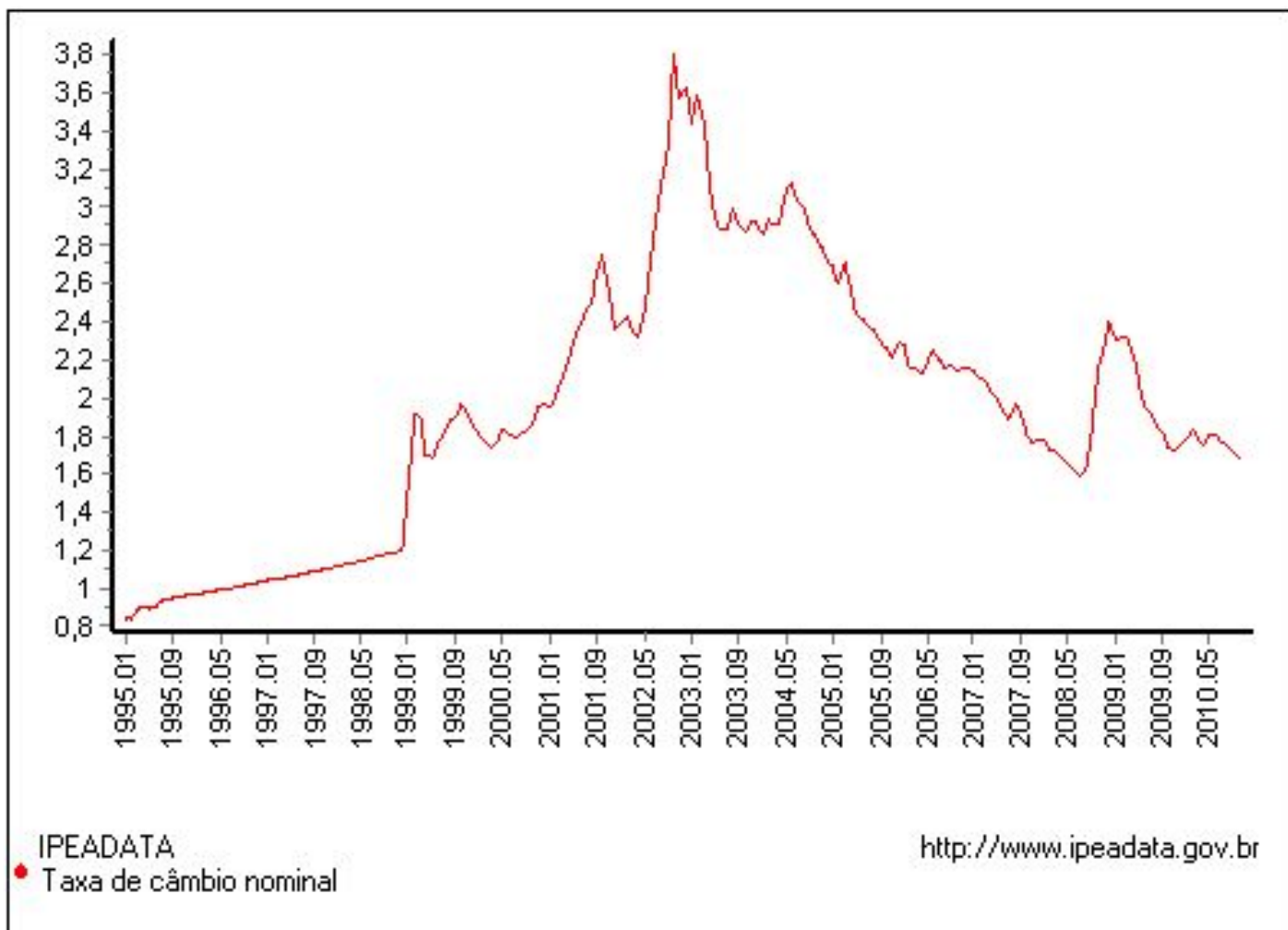
- Ah, está ótima! Casei com ela!

# Governo Lula: mais ortodoxo?

- Ganhar credibilidade → aprofundar a tríade política austera mantida: Palocci coordenador do programa de governo → ministro da Fazenda  
Meirelles no BC, manutenção da diretoria e maior autonomia  
metas de redução da inflação de 8,5% em 2003 e 5,5% em 2004, elevando os juros Selic  
elevação da meta de superávit primário: + Confis e CSLL → de 3,75% para 4,25% em 2003 e para o orçamento de 2004-06
- Bolsa família e políticas sociais  
redução da pobreza e desigualdade

# Taxa de câmbio nominal

## R\$ por US\$



# Dívida pública líquida total

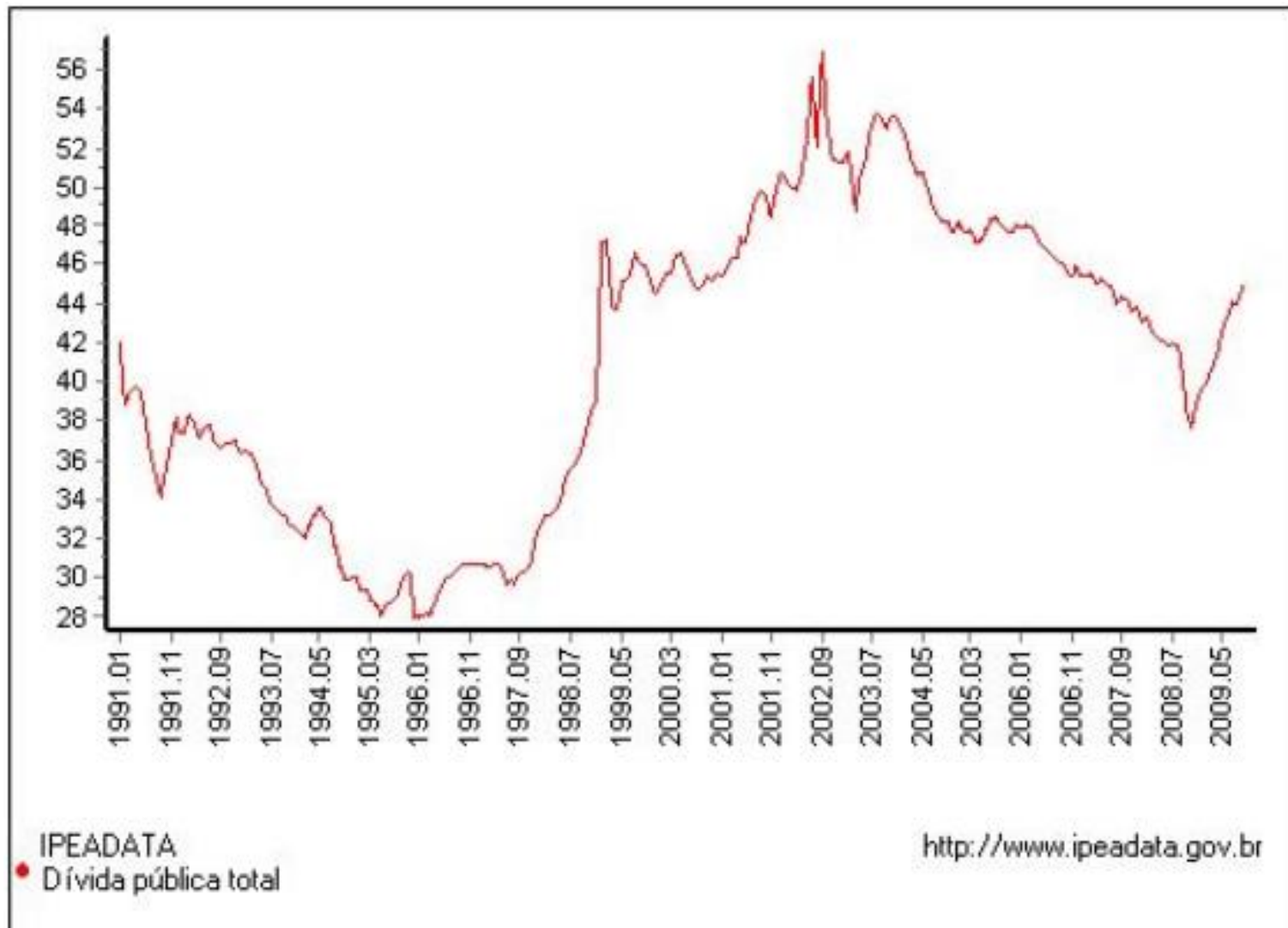
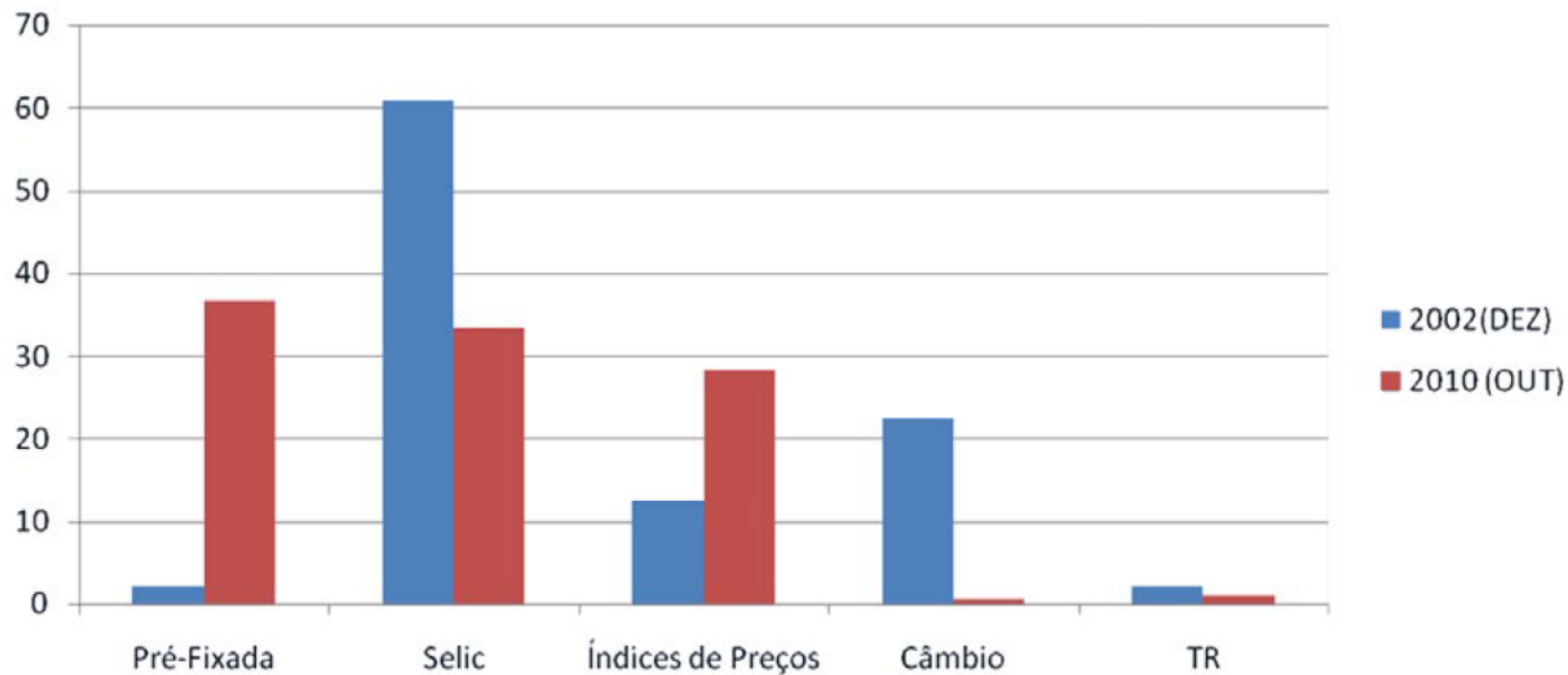
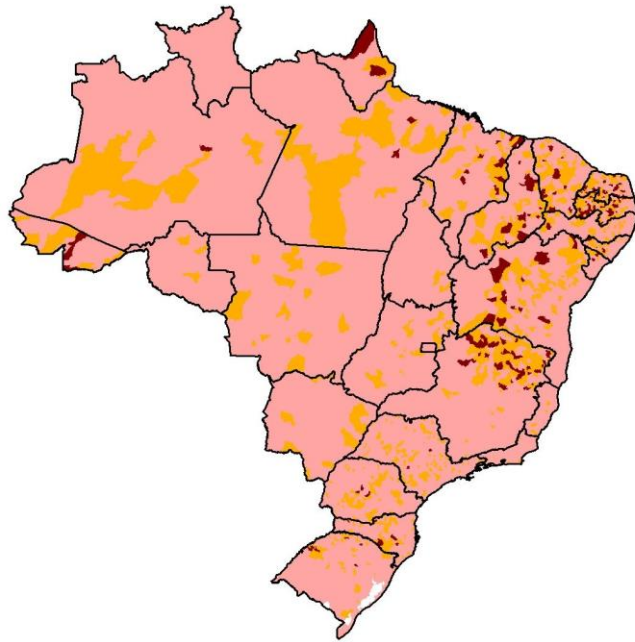


GRÁFICO 2 - INDEXADORES DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA (DPMFI)

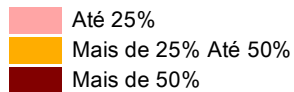


# Cobertura do Programa

Novembro 2003

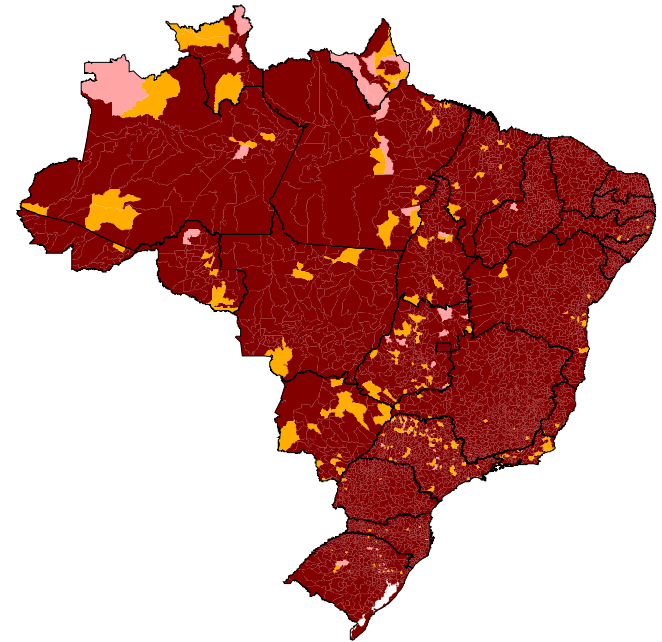


3,6 milhões de benefícios liberados em novembro de 2003  
Estimativa de Famílias Pobres em 2000 – 11,2 milhões

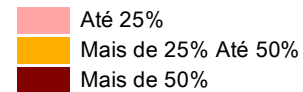


Fonte: MDS/IBGE/IPEA

Maio de 2006

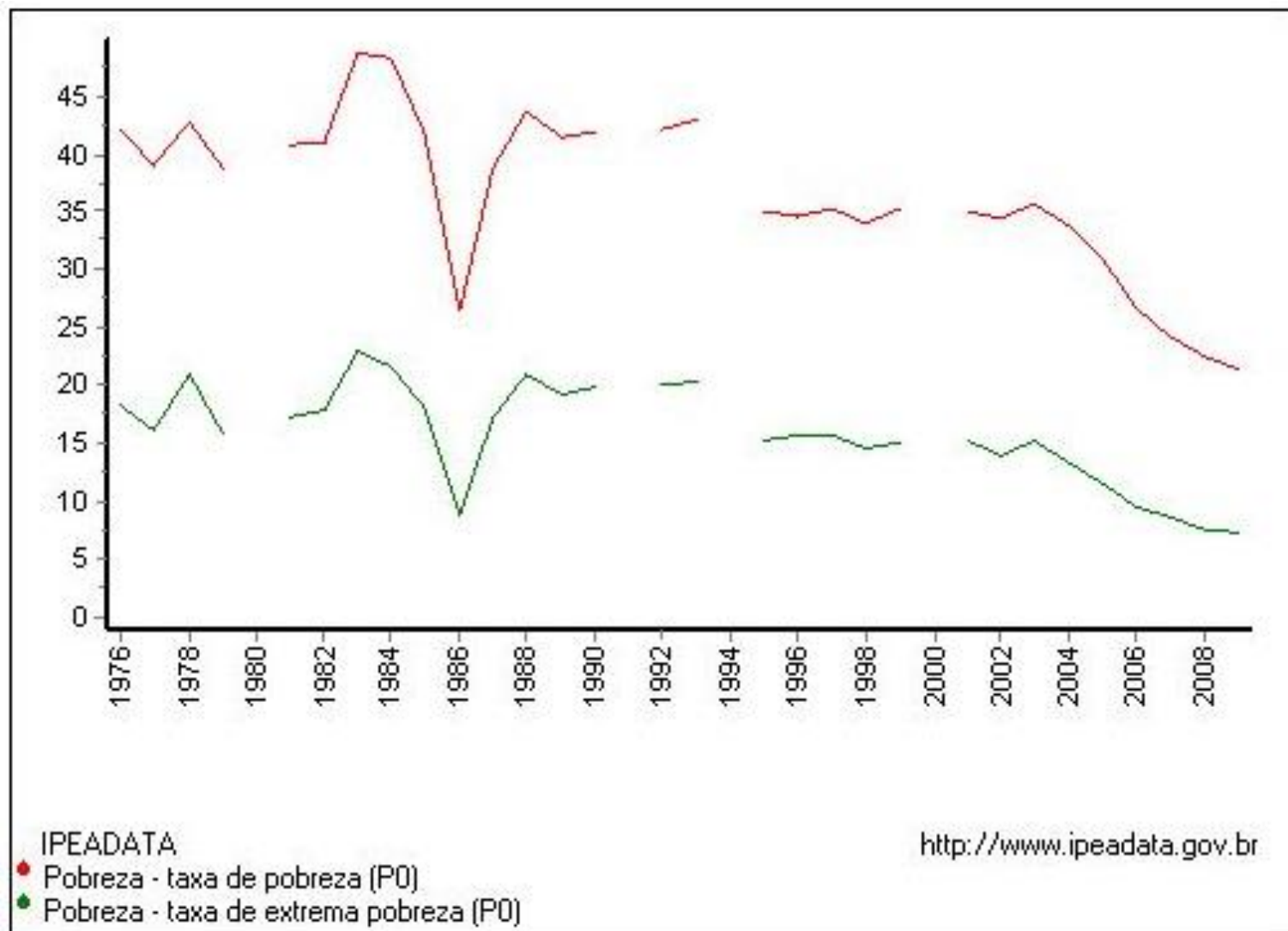


9,2 milhões de benefícios liberados em maio 2006  
Estimativa de Famílias Pobres em 2004 – 11,1 milhões



Fonte: MDS/IBGE/IPEA

# Pobres (% população)

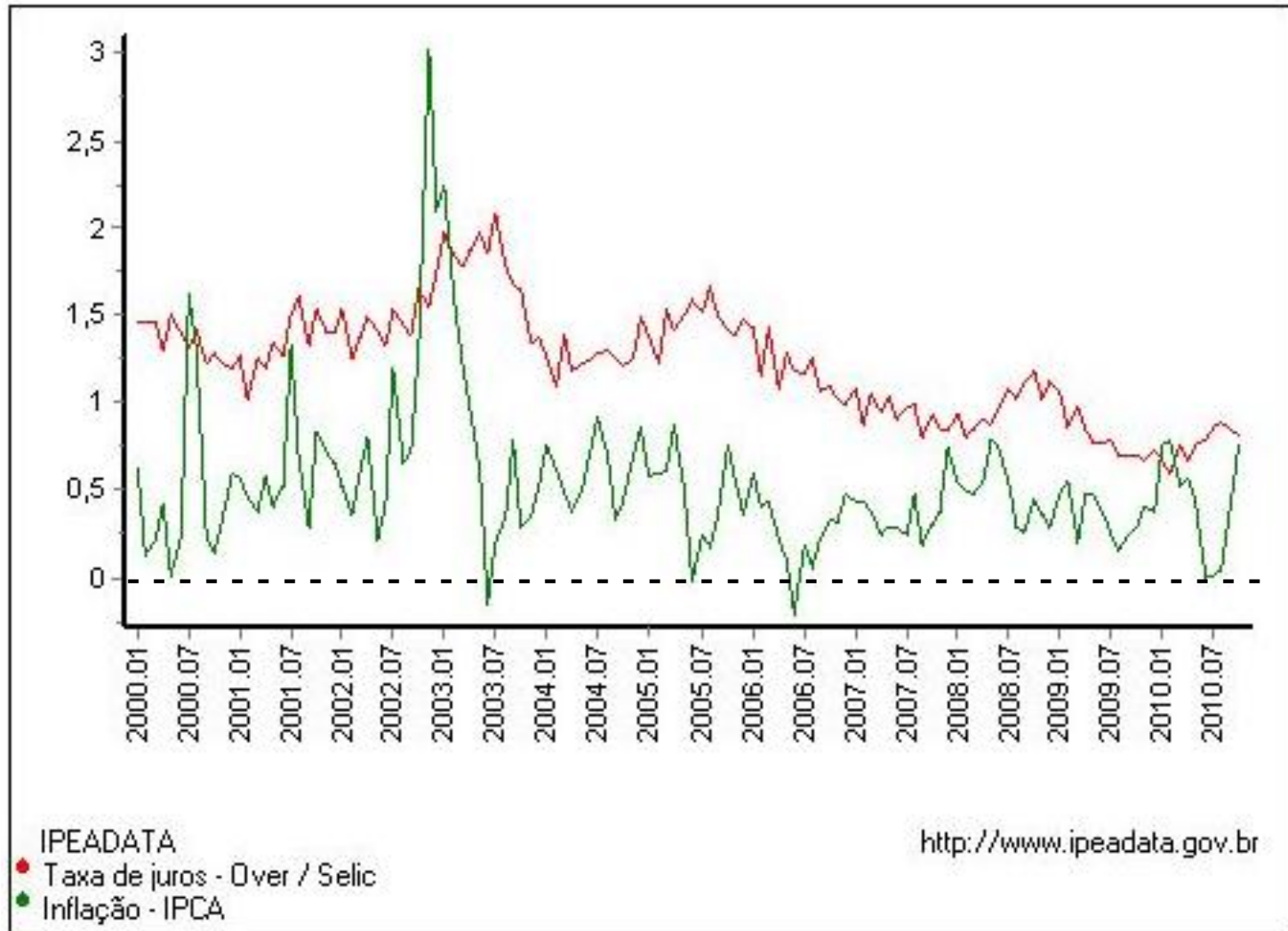


# Inflação elevada: risco para o real

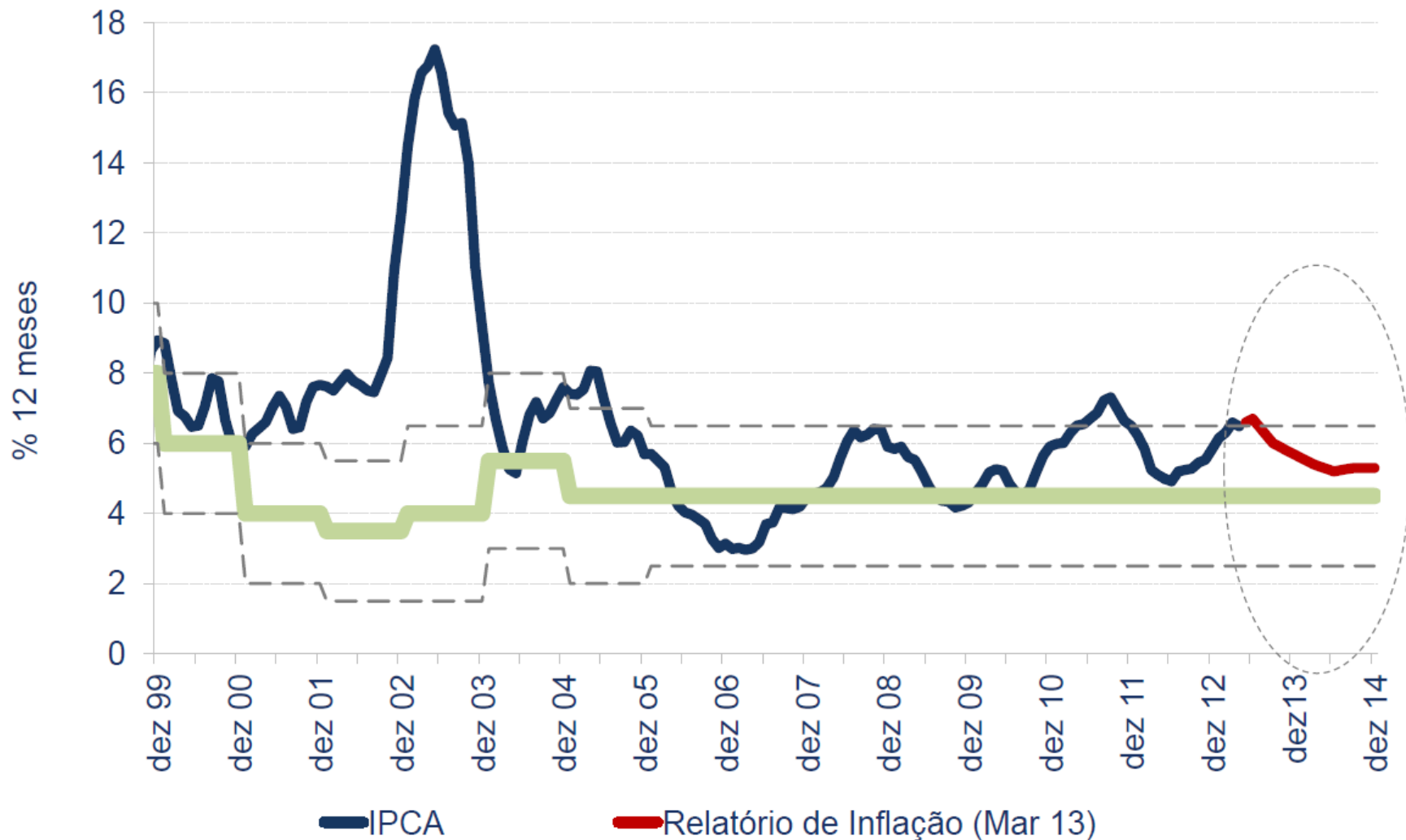
- Inflação de 2002 chegou a quase 13% ao ano  
Acumulada em 12 meses: 17% em maio/2003  
Desvalorização: dólar a 3,89 reais  
expectativa deteriorada: risco brasil elevado
- Elevação dos juros até 26,5% ao ano  
Juro real de 13% em 2003
- Controle de gastos
- Superávits comerciais elevados
- Juros nos EUA reduzidos  
ganhos de arbitragem



# Taxa de juros X Inflação



# Inflação vai convergir no segundo semestre



# Nova política econômica (2003)

- Reformas microeconômicas

previdência: complementar, contribuição do servidor público inativo, servidor público, idade mínima para servidores públicos

tributária: desoneração da produção

maior base da CSLL e alíquota da Cofins

DRU e continuidade da CPMF

monetária: autonomia ao BCB

crédito: imobiliário, falência e microcrédito

- Minirreformas são mais viáveis politicamente

# Crédito reduzido no Brasil?

- (i) incertezas decorrentes dos desequilíbrios macroeconômicos;
- (ii) problemas institucionais e de segurança jurídica das operações;
- (iii) elevados índices de inadimplência
- (iv) preferência para aplicação de recursos em títulos públicos, que oferecem alta liquidez, baixo risco e elevada rentabilidade.

# Reformas microeconômicas (2004)

- “um dos fatores mais evidentes que justificam o baixo volume e o elevado custo do crédito são os longos e onerosos processos de execução das garantias e ressarcimento de dívidas, prevalecendo, inclusive, a incerteza se após esses processos as dívidas serão ou não pagas.”
- “Em suma, em sincronia com a perseguição das metas macroeconômicas e do crescimento sustentado, o Governo concentra esforços na implementação de sua agenda de reformas microeconômicas, com o objetivo de aperfeiçoar os marcos legal e institucional, eliminando entraves e distorções, reduzindo custos de transação e elevando a segurança jurídica das transações econômicas em geral, sem perder também o foco da inclusão social.”

# Novo mandato e crise (2007-2010)

- **“Novo desenvolvimentismo” do Estado**
- (a) no fomento à produção via financiamento de capital e investimentos públicos em infraestrutura;
- (b) na expansão do mercado de consumo de massa via programas de transferência de renda, elevação do salário mínimo e do crédito ao consumo;
- (c) apoio à formação de grandes empresas brasileiras, transformando-as em agentes competitivos em frente às multinacionais tanto no mercado interno como no mercado internacional, via crédito e outros incentivos regulatórios para aquisições e fusões, e também via apoio diplomático, em especial nas relações Sul-Sul
- **Saída de Palocci → Mantega atrito com Bacen**

# Nelson Barbosa & Souza (2010)

“Durante o governo Lula, o Brasil iniciou uma nova fase de desenvolvimento econômico e social, em que se combinam crescimento econômico com redução nas desigualdades sociais. Sua característica principal é a retomada do papel do Estado no estímulo ao desenvolvimento e no planejamento de longo prazo. Nos últimos anos, o crescimento do produto interno bruto acelerou, o número de famílias abaixo da linha de pobreza decresceu, e milhões de pessoas ingressaram na classe média, isto é, na economia formal e no mercado de consumo de massa. A aceleração do desenvolvimento econômico e social foi alcançada com manutenção da estabilidade macroeconômica, isto é, com controle da inflação, redução do endividamento do setor público e diminuição da vulnerabilidade das contas externas do país diante de choques internacionais.”

# Convenção neo-desenvolvimentista

## Eber

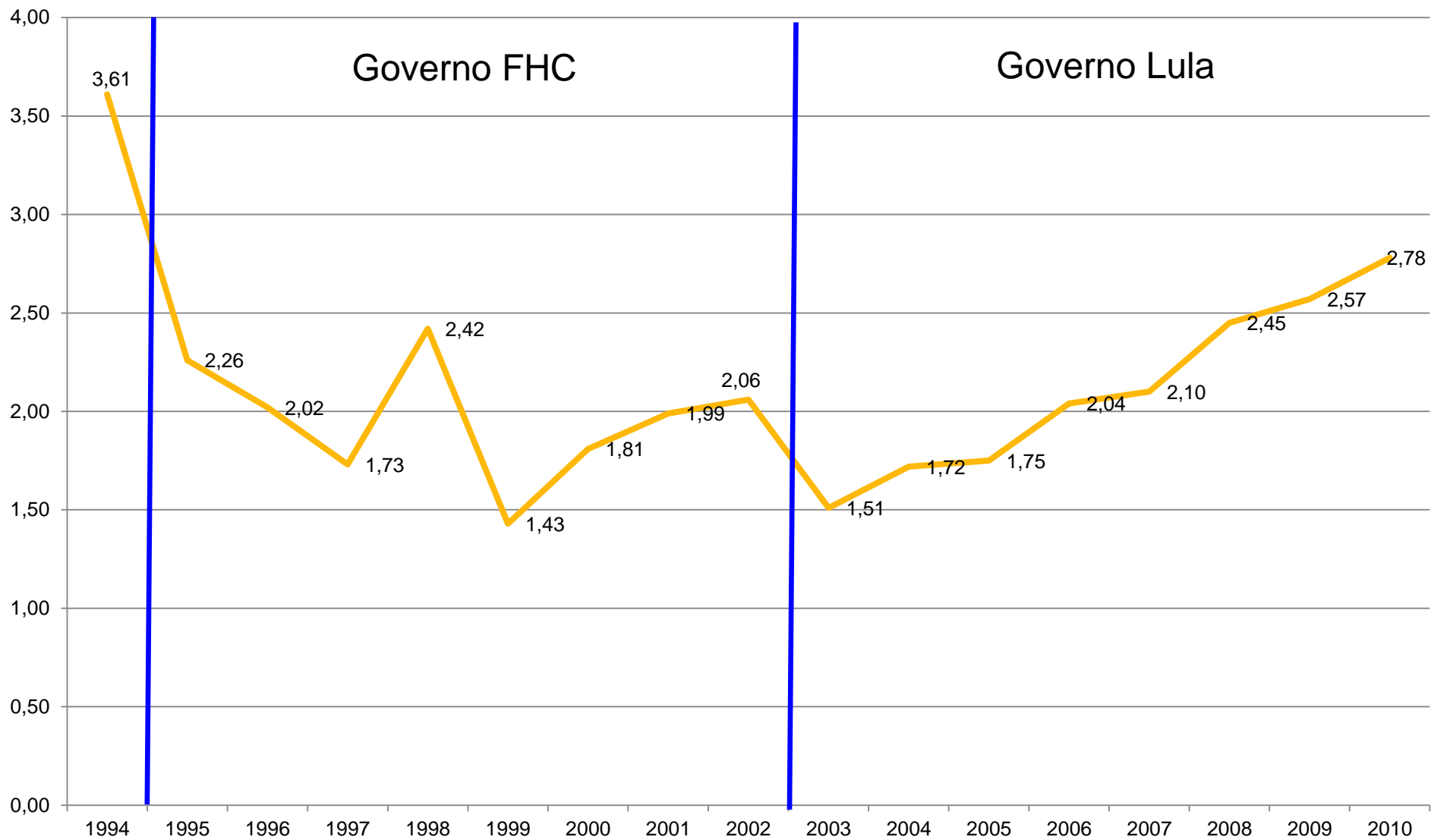
- Investimento em infraestrutura
  - financiamento do BNDES e, em menor grau, diretamente pelo Estado
- Investimento residencial
  - incentivado pelo crédito, público e privado, amparado por maiores garantias
- círculo virtuoso de + consumo e + investimento em capital fixo e inovação
  - incentivado pela desoneração fiscal e pelo crédito dos bancos públicos
- Política externa independente: BRIC e Sul - Sul



# Lula II: mudanças da política

- PAC (2007) infraestrutura: Petrobras
  - crescimento da demanda
- Desonerações fiscais: fim da CPMF (2007)
  - valorização do salário mínimo: inflação + crescimento
- Investimento público por meio de impostos e dívida pública
- Superávit primário corrente, desconta os investimentos → política expansionista
- Acúmulo de reservas → endividamento público
  - grau de investimento em 2008

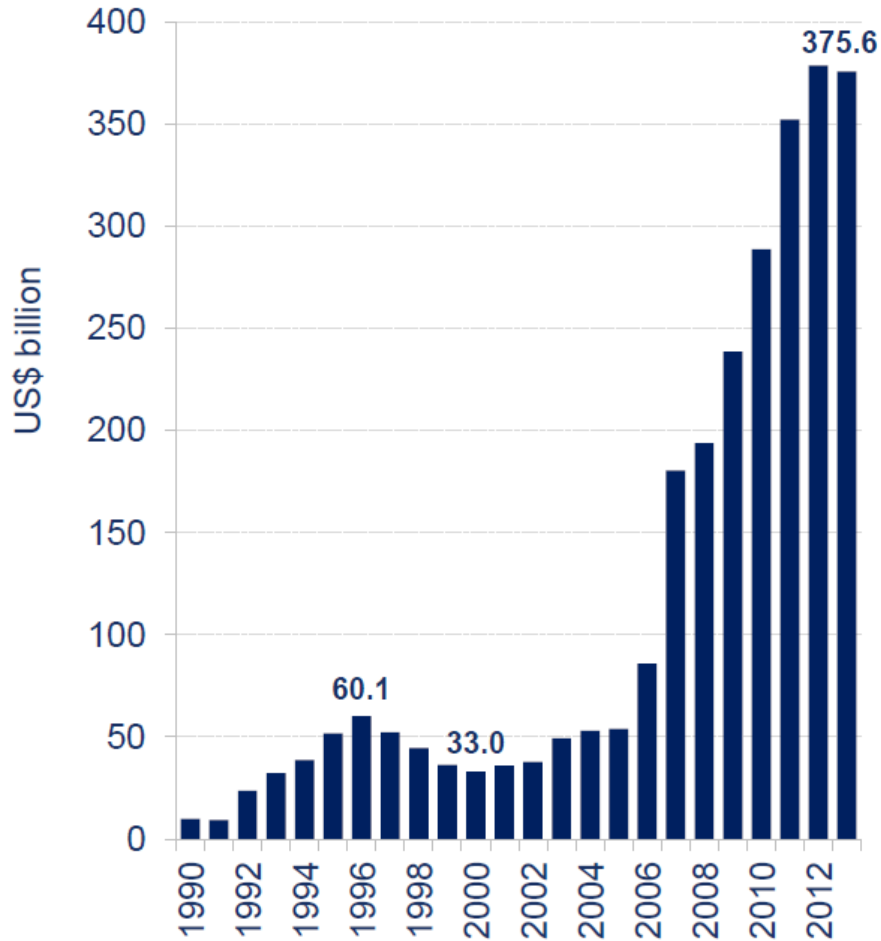
# FBCF - Administração Pública: 1994-2010 (% PIB)



Fonte: IBGE - Sistema de Contas

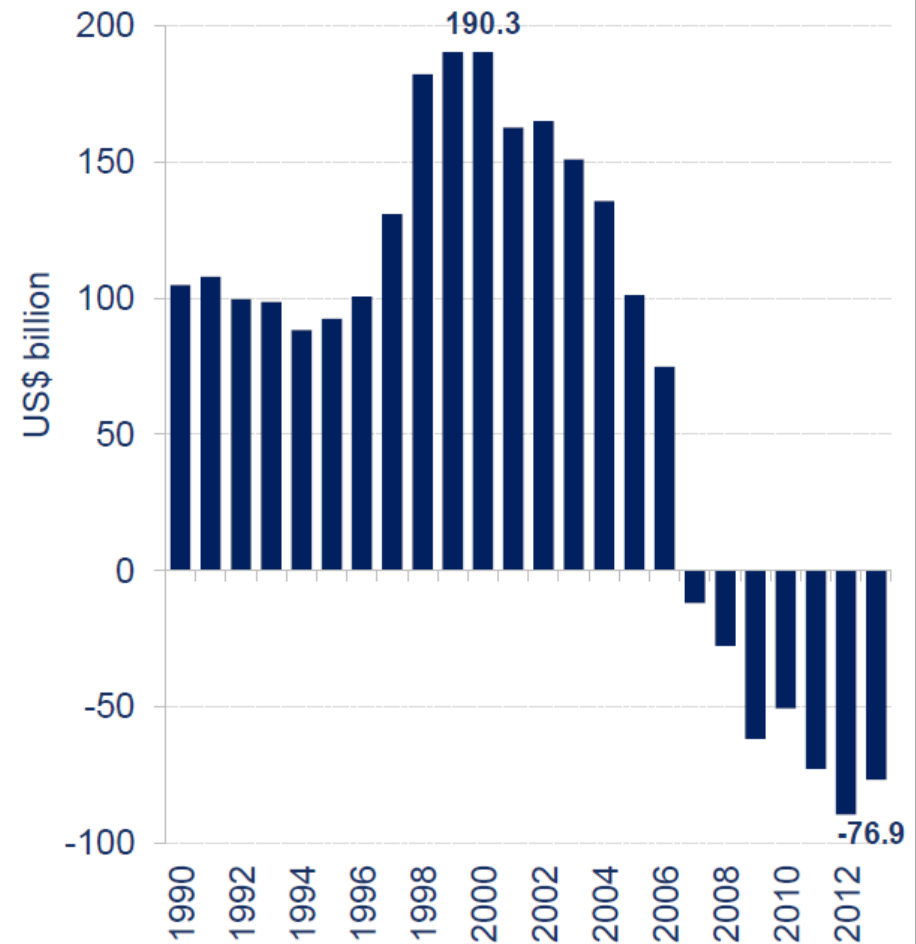
# Solid Macroeconomic Fundamentals

## International Reserves



\*May 21<sup>st</sup>, 2013

## Net External Creditor

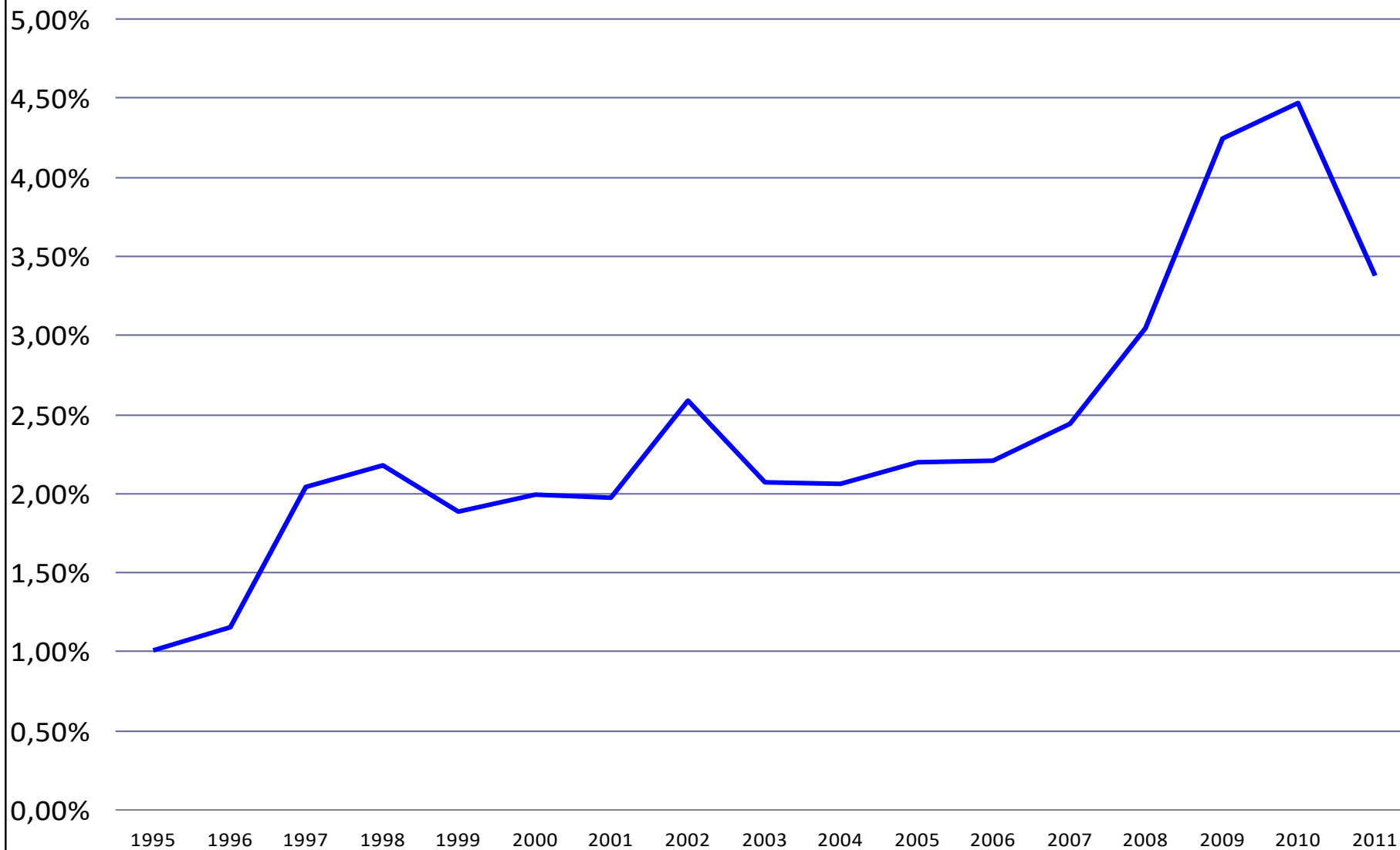


\*\*April 2013

# Crise 2008 e reação anticíclica

- Redução dos impostos
  - menor IPI sobre bens duráveis e capital
  - depreciação dos investimentos
  - incentivos tributários para setores específicos
- Maior crédito pelos bancos públicos
  - redução do compulsório dos bancos
- Elevação dos repasses do Tesouro ao BNDES
  - + crédito direcionado
- Crédito habitacional: Minha casa, minha vida

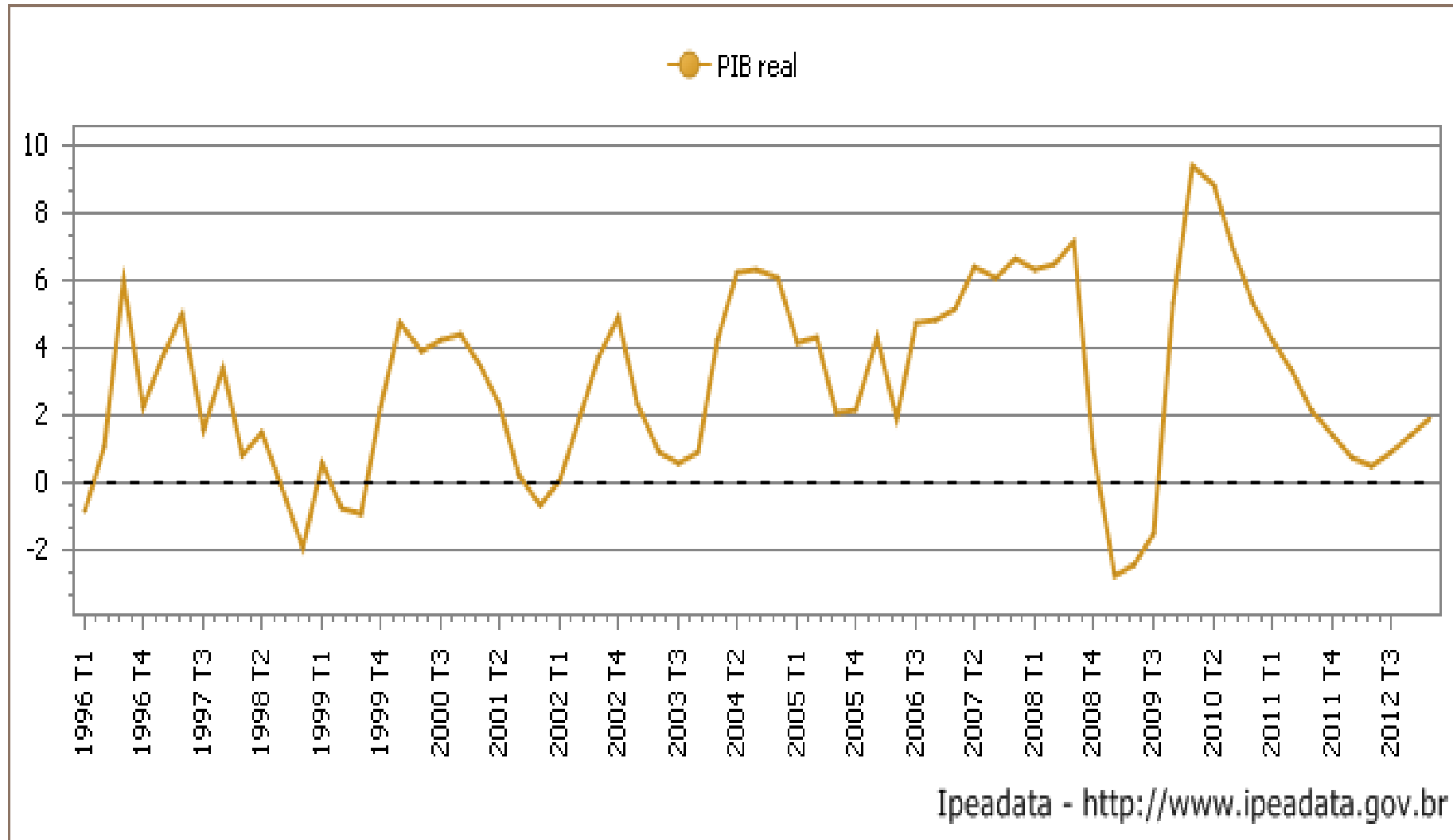
# Desembolsos do BNDES (% PIB): 1995-2011



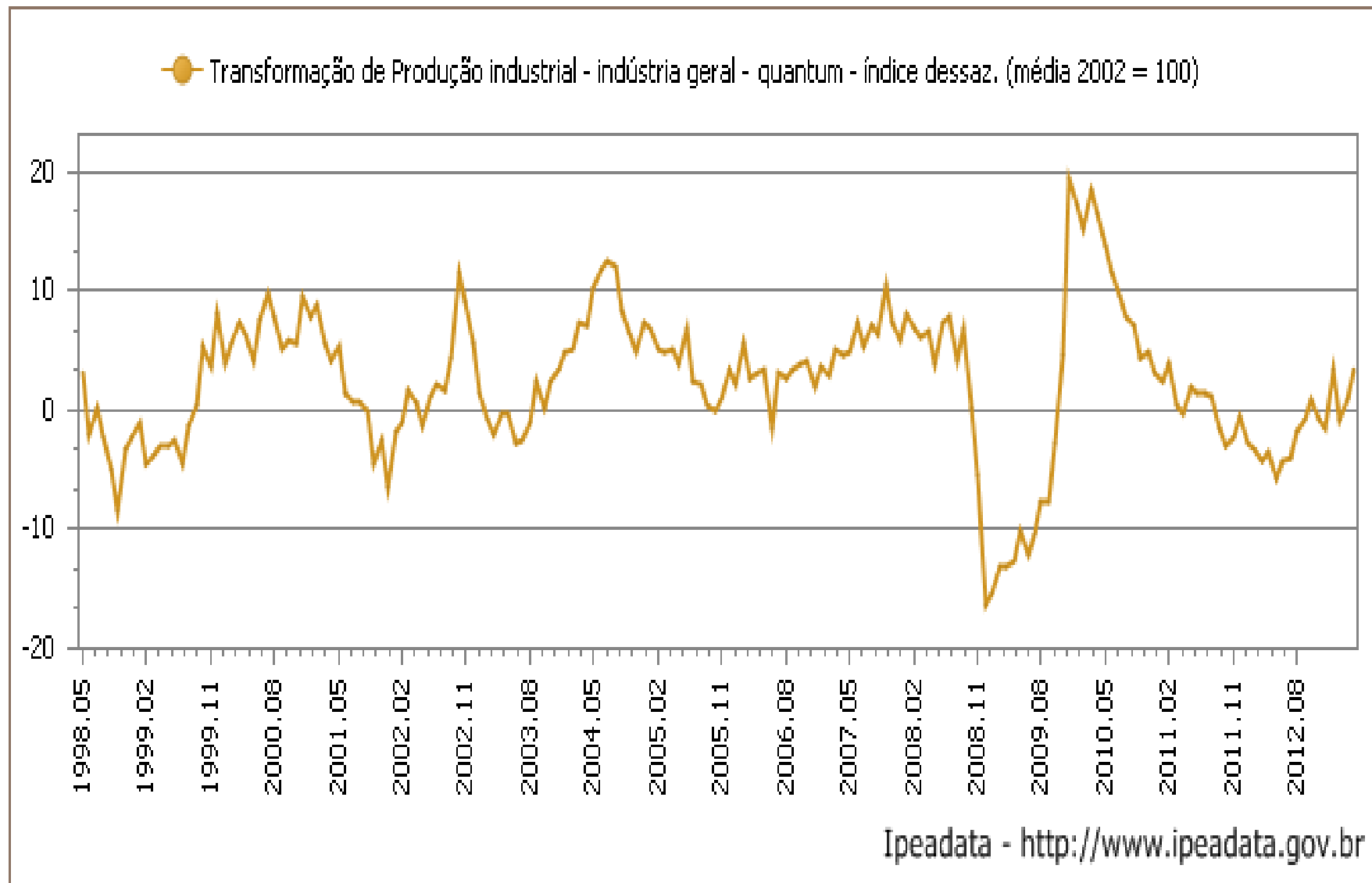
# Crescimento

- Crescimento econômico mundial e brasileiro  
*boom* de commodities → crescimento das safras  
superávit comercial reestabelecido
- *Boom* de crédito:  
habitacional, consignado, alienação fiduciária,  
agronegócio etc. – Lei de falência
- Crescimento da massa de salários  
menor desemprego e salários crescem  
formalização do trabalho
- Volta do capital estrangeiro  
grande boom 2006-2008 e 2010  
credor líquido internacional a partir de junho de 2006
- Recuperação dos investimentos  
importações 2006-2008 e 2010
- Restrições de infraestrutura e a crise externa?

# Crescimento do PIB trimestral



# Crescimento da Produção industrial





# Utilização da capacidade instalada (em %)

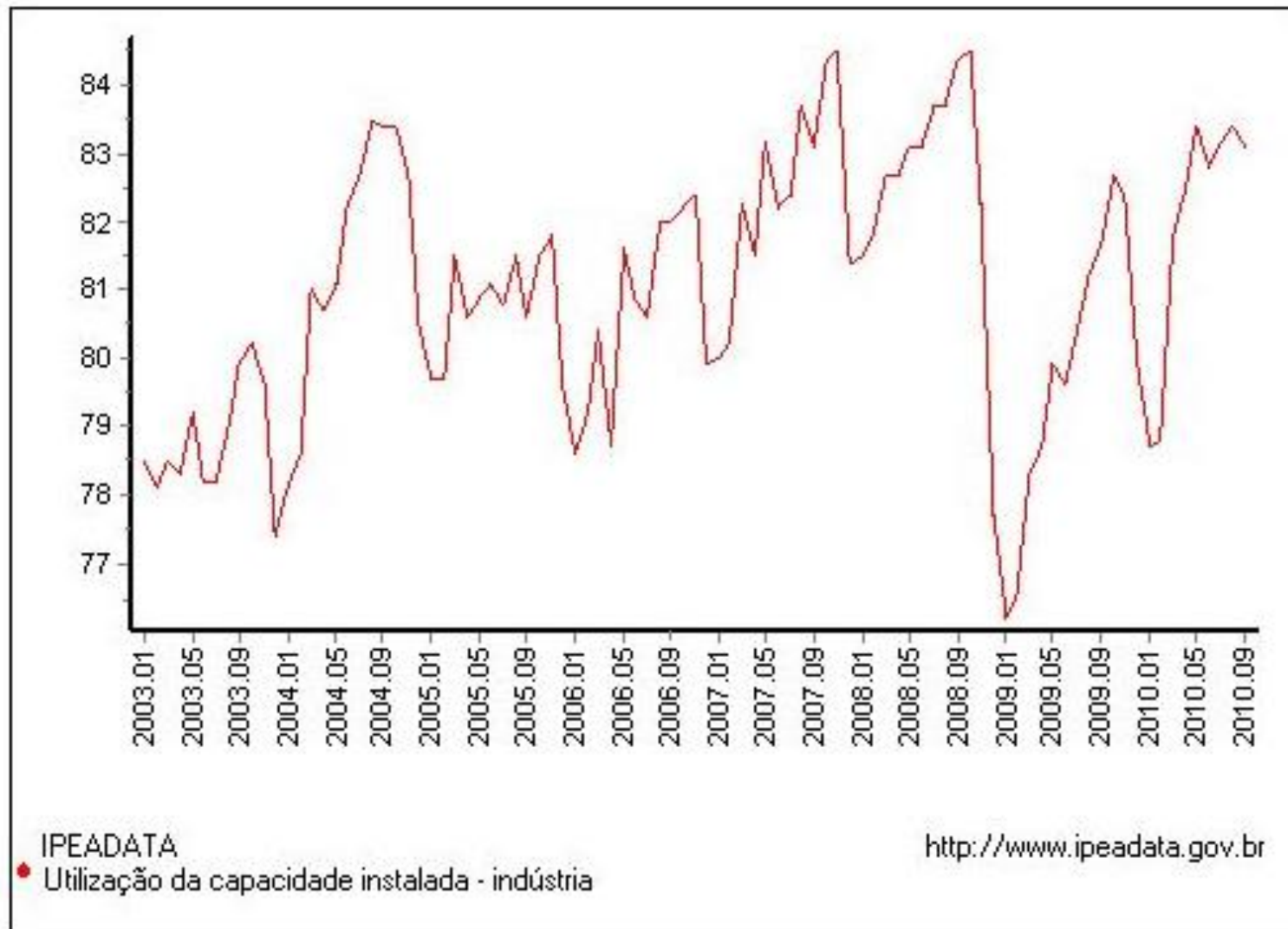
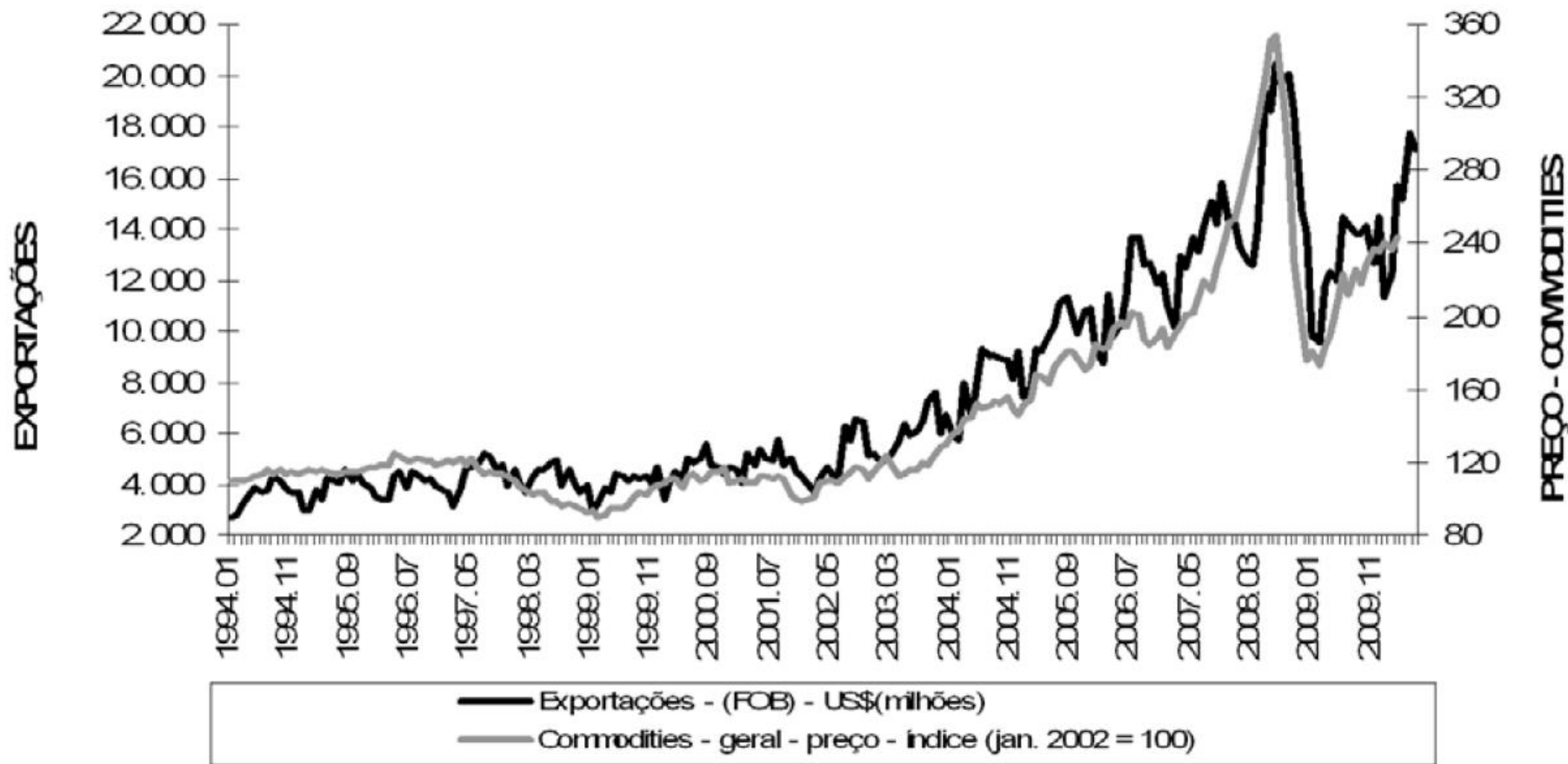
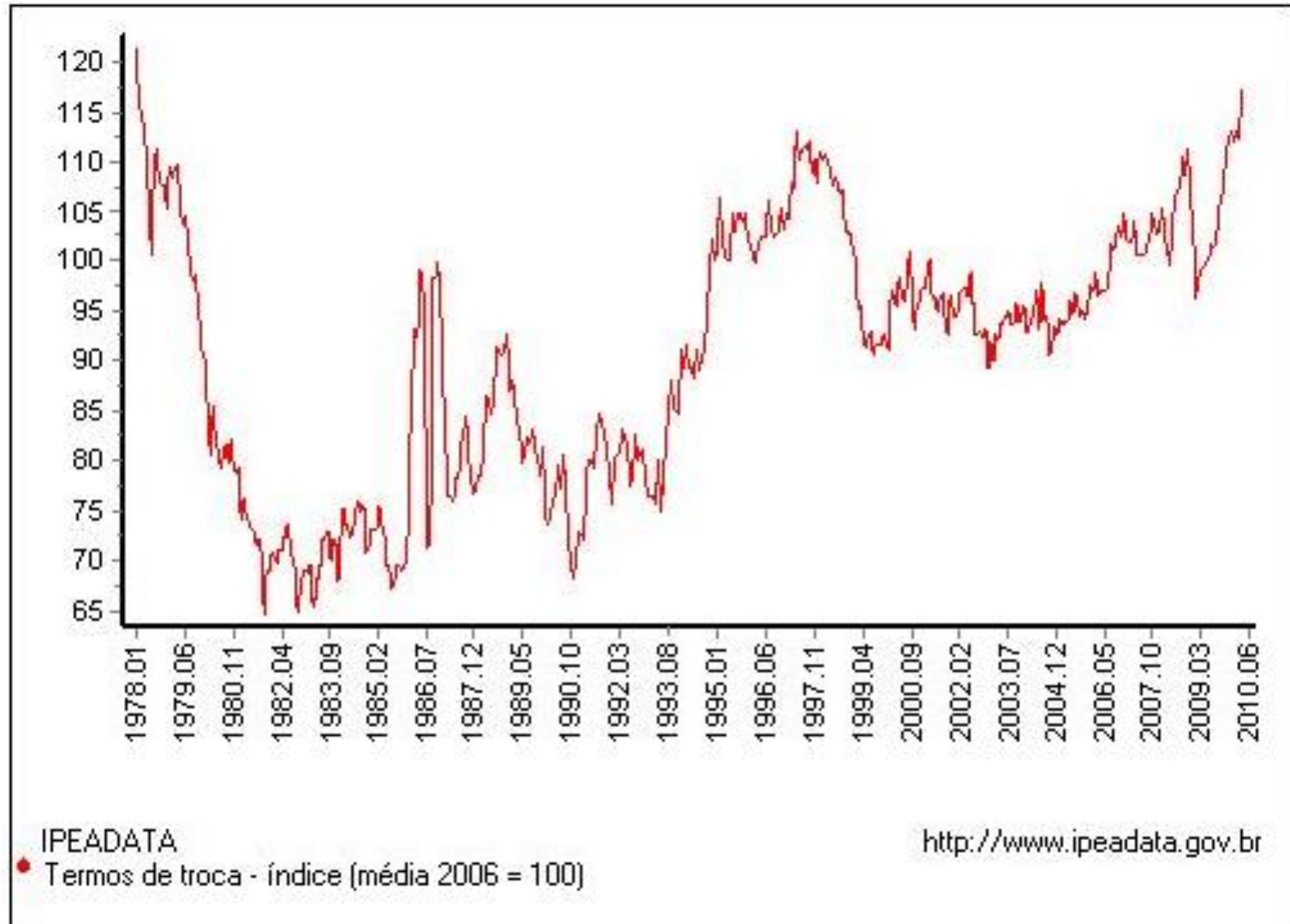


GRÁFICO 5 - EXPORTAÇÕES E PREÇO INTERNACIONAL DAS *COMMODITIES*



FONTE: IPEA (2010); MDIC (2010).

# Termos de troca



**Padrão das exportações segundo grupos  
de produtos: 1999-2006**

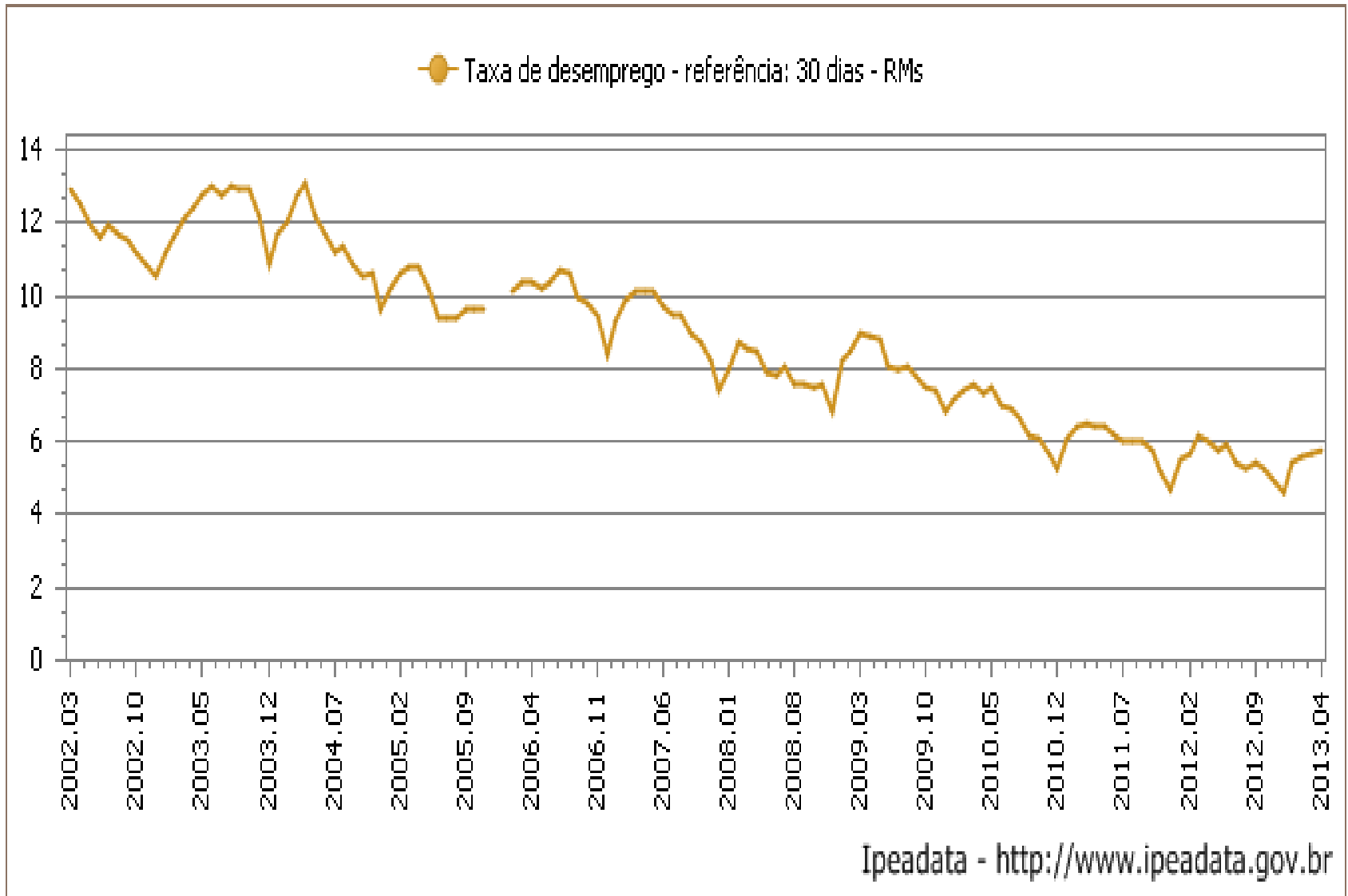
---

<b>Grupos de Produtos</b>	<b>1999-2002</b>	<b>2003-06</b>
<b>Primários</b>	<b>18,68</b>	<b>21,63</b>
<b>Semimanufaturados</b>	<b>31,33</b>	<b>31,08</b>
<b>Manufaturados</b>	<b>48,12</b>	<b>45,52</b>
<b>Indústrias intensivas em P&amp;D</b>	<b>11,49</b>	<b>7,56</b>
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

---

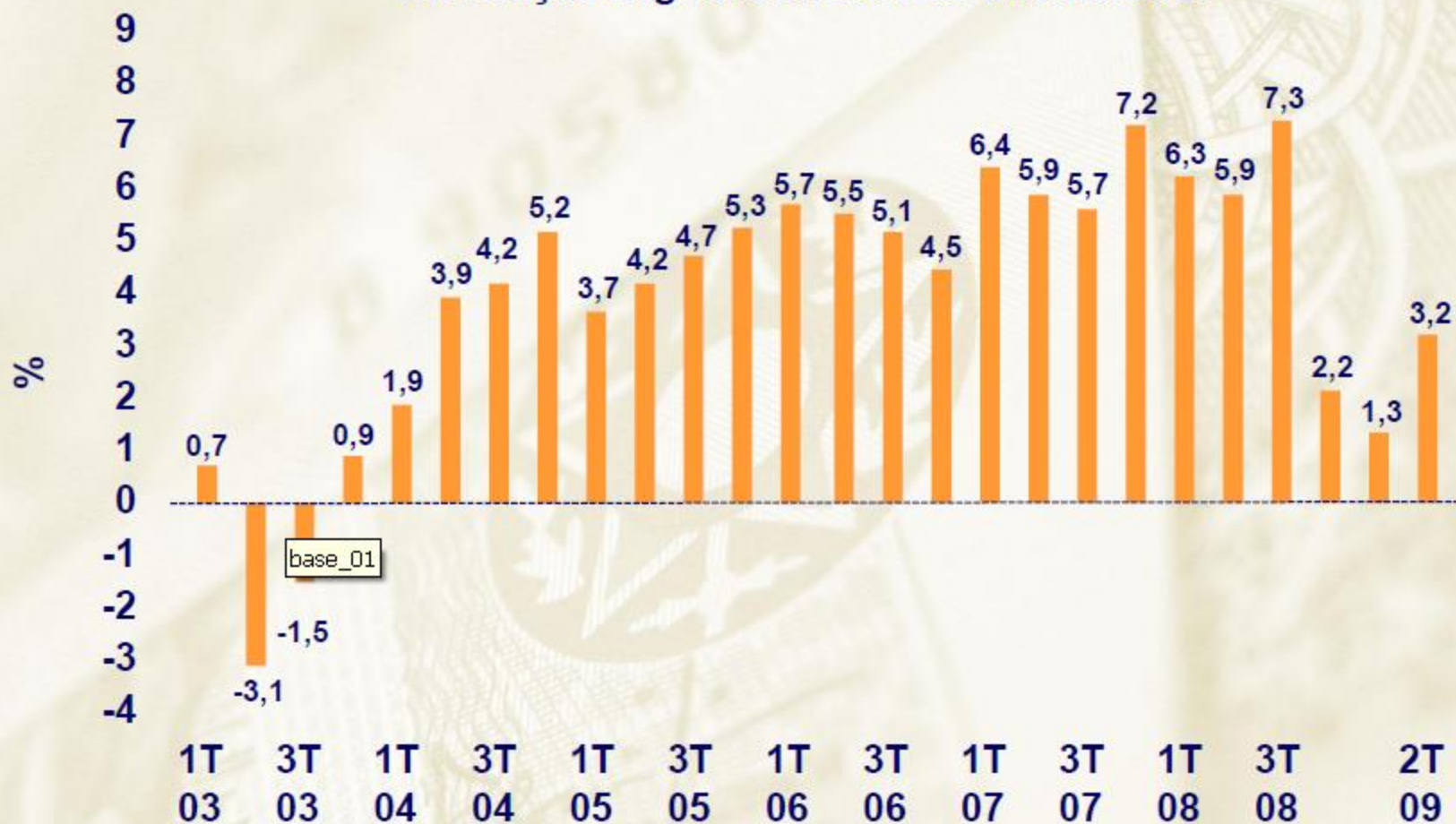
# Taxa de Desemprego

(pessoas com 10 anos ou mais)



# Consumo das Famílias

em relação a igual trimestre do ano anterior



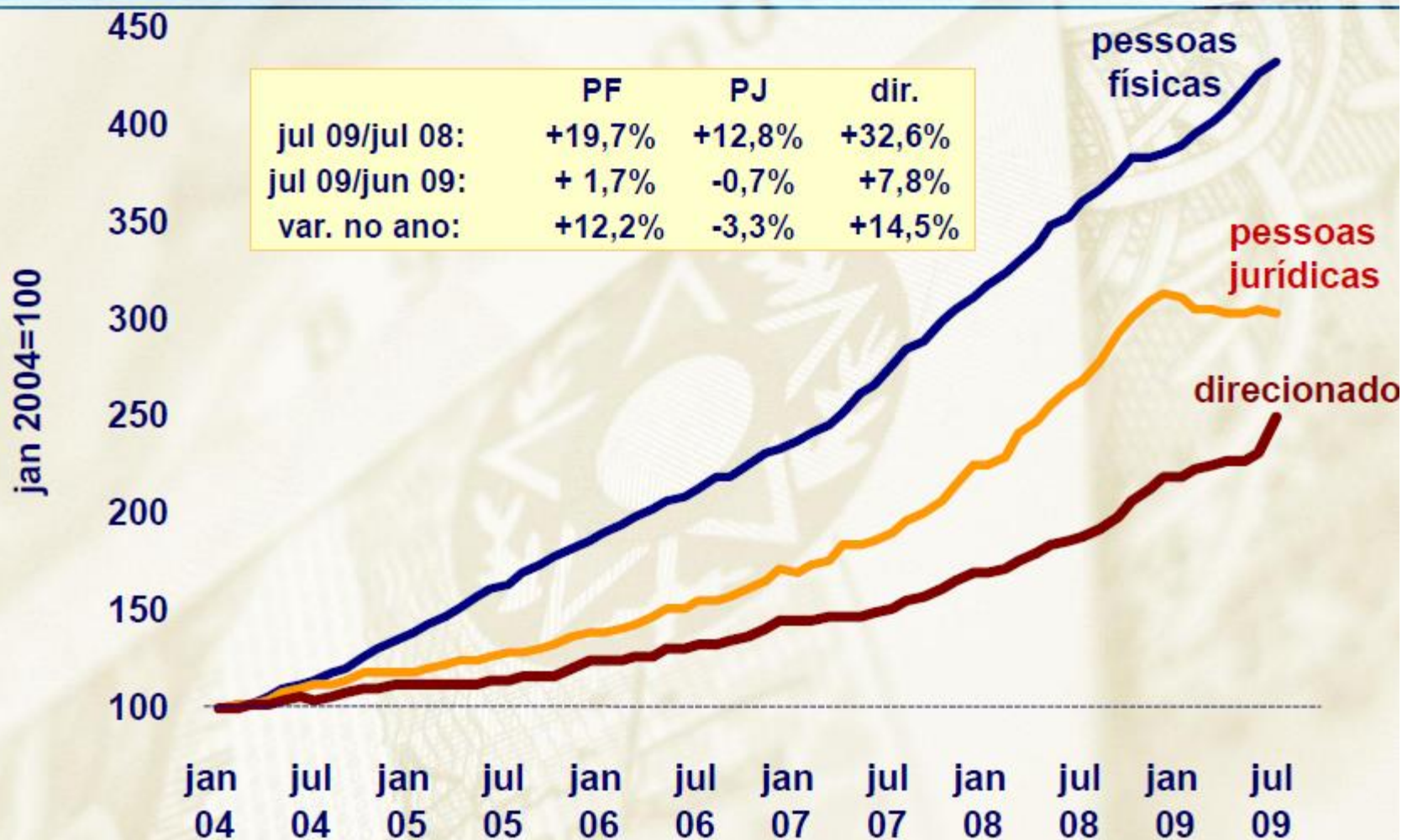


# Crédito e Vendas no Varejo

média móvel de 3 meses

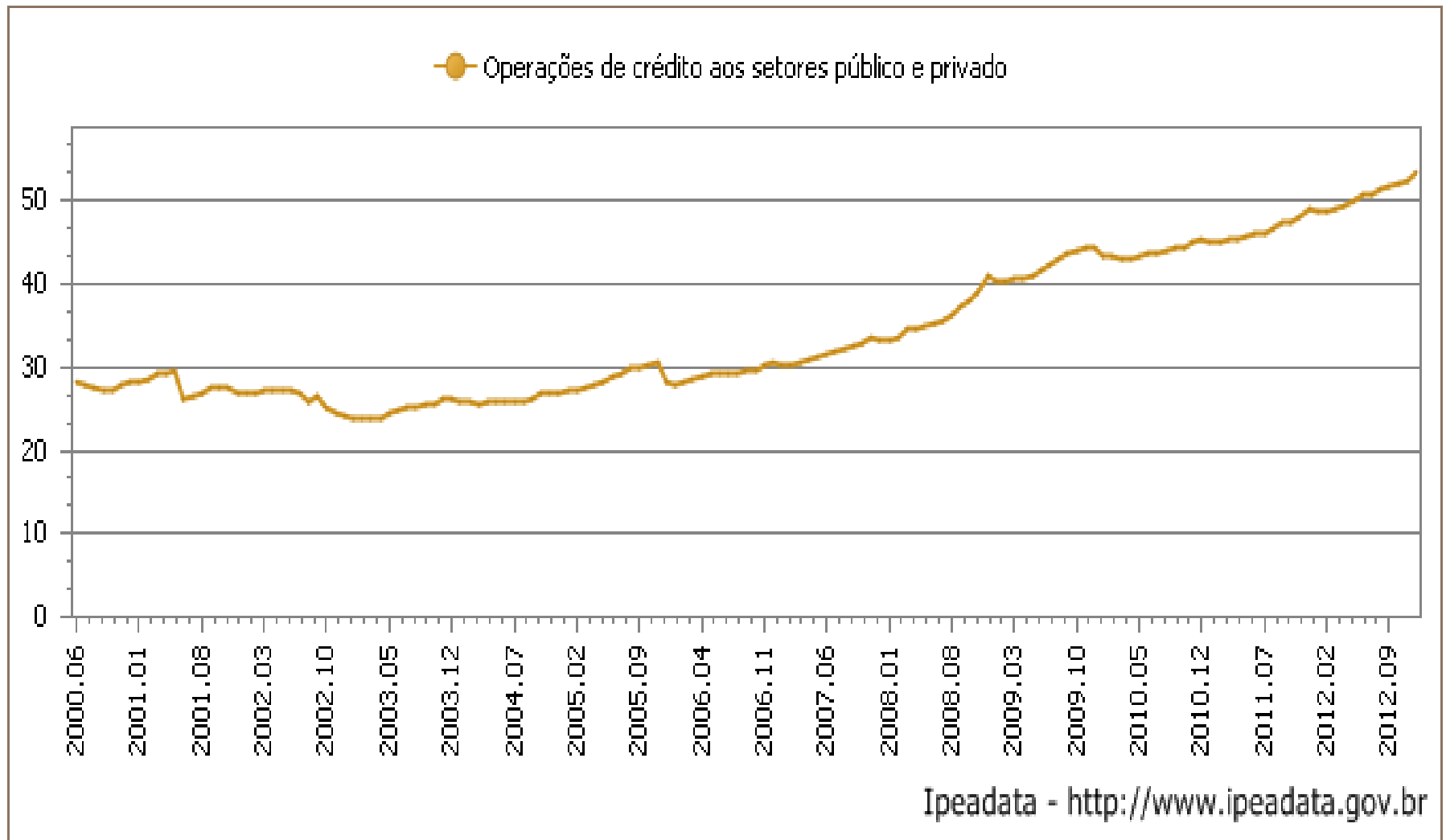


# Evolução do Crédito Livre PF e PJ



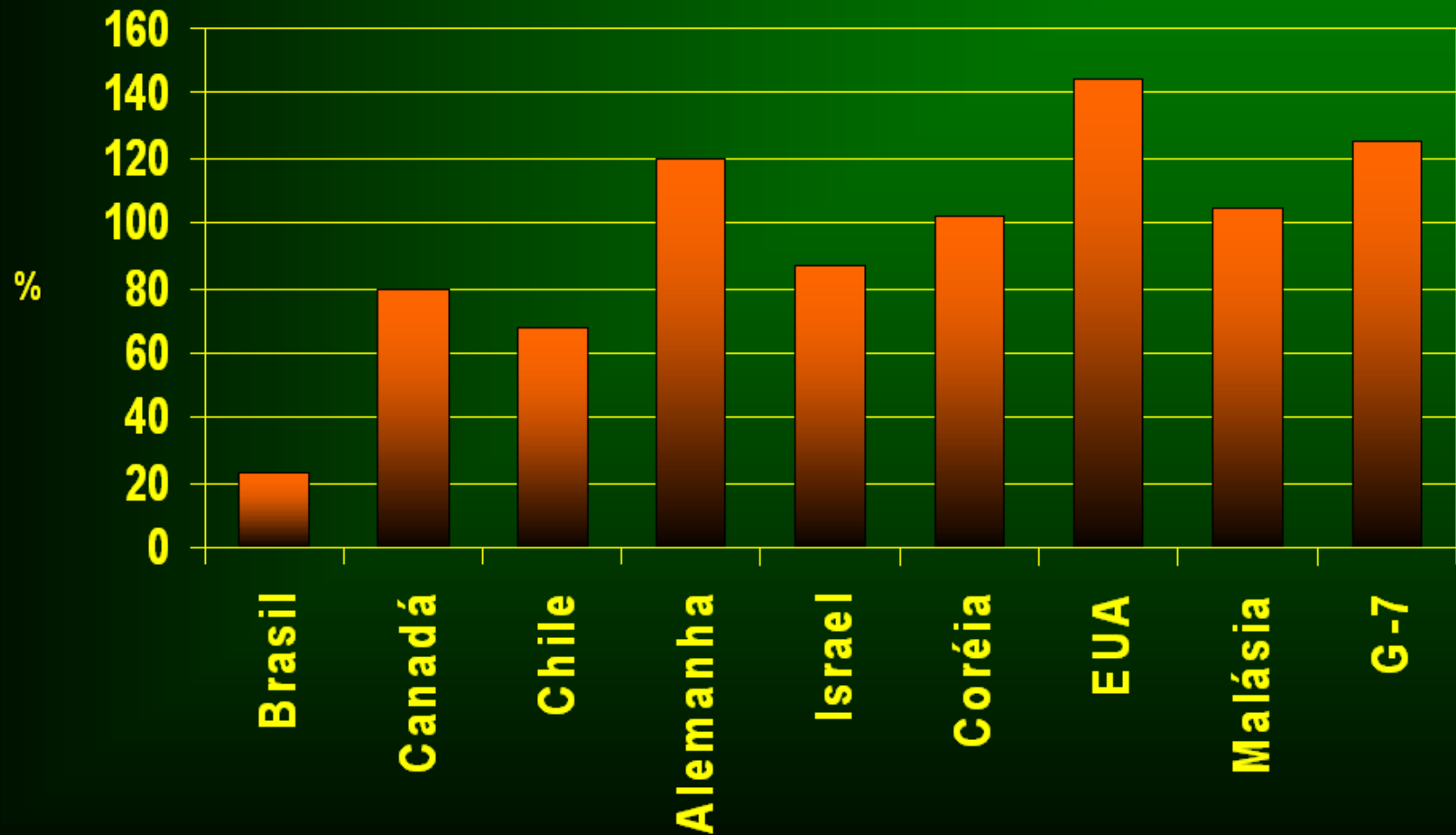


# Operações de crédito em % PIB

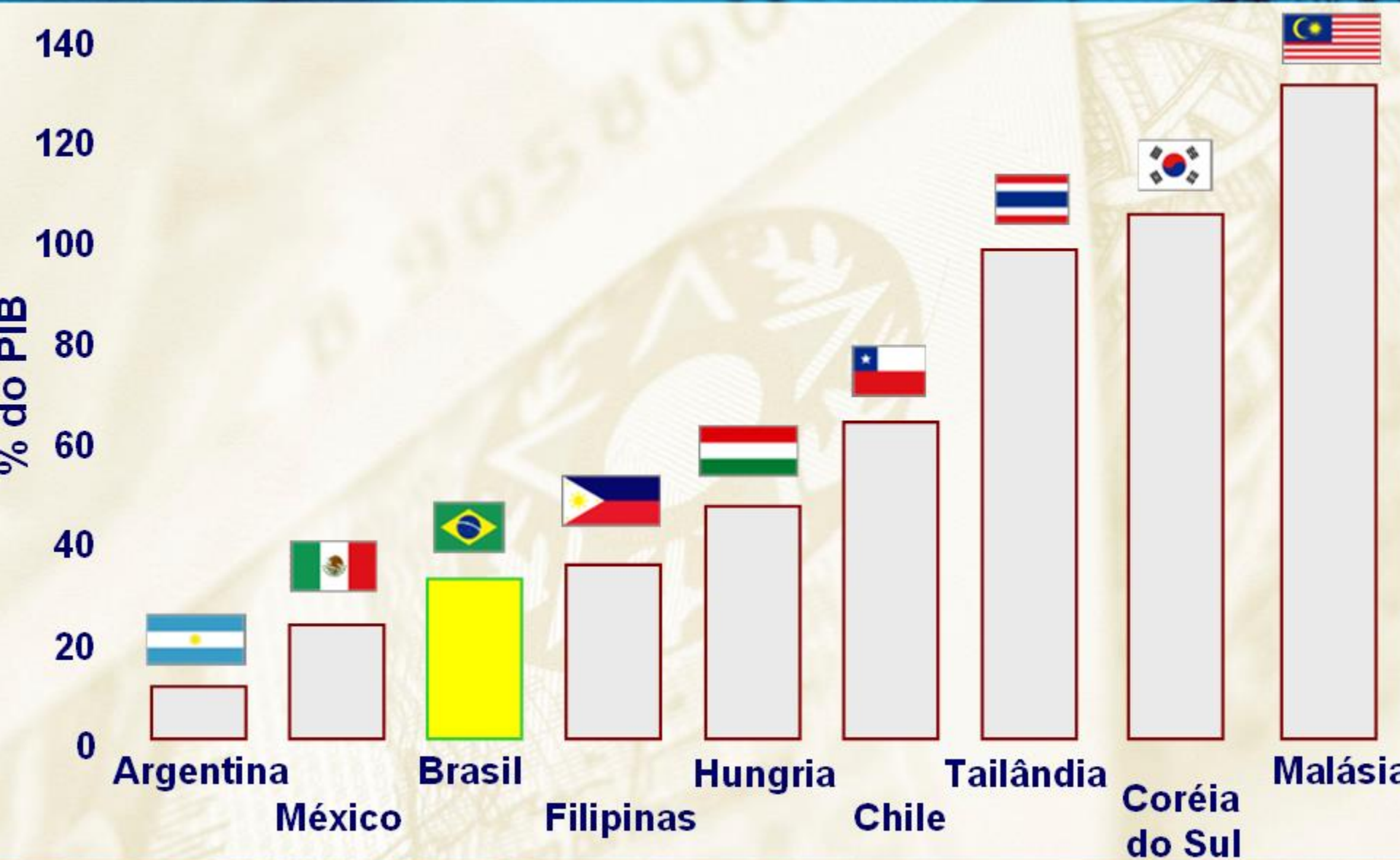


EUA: +- 140% do PIB em 2005 e Chile +- 60% PIB

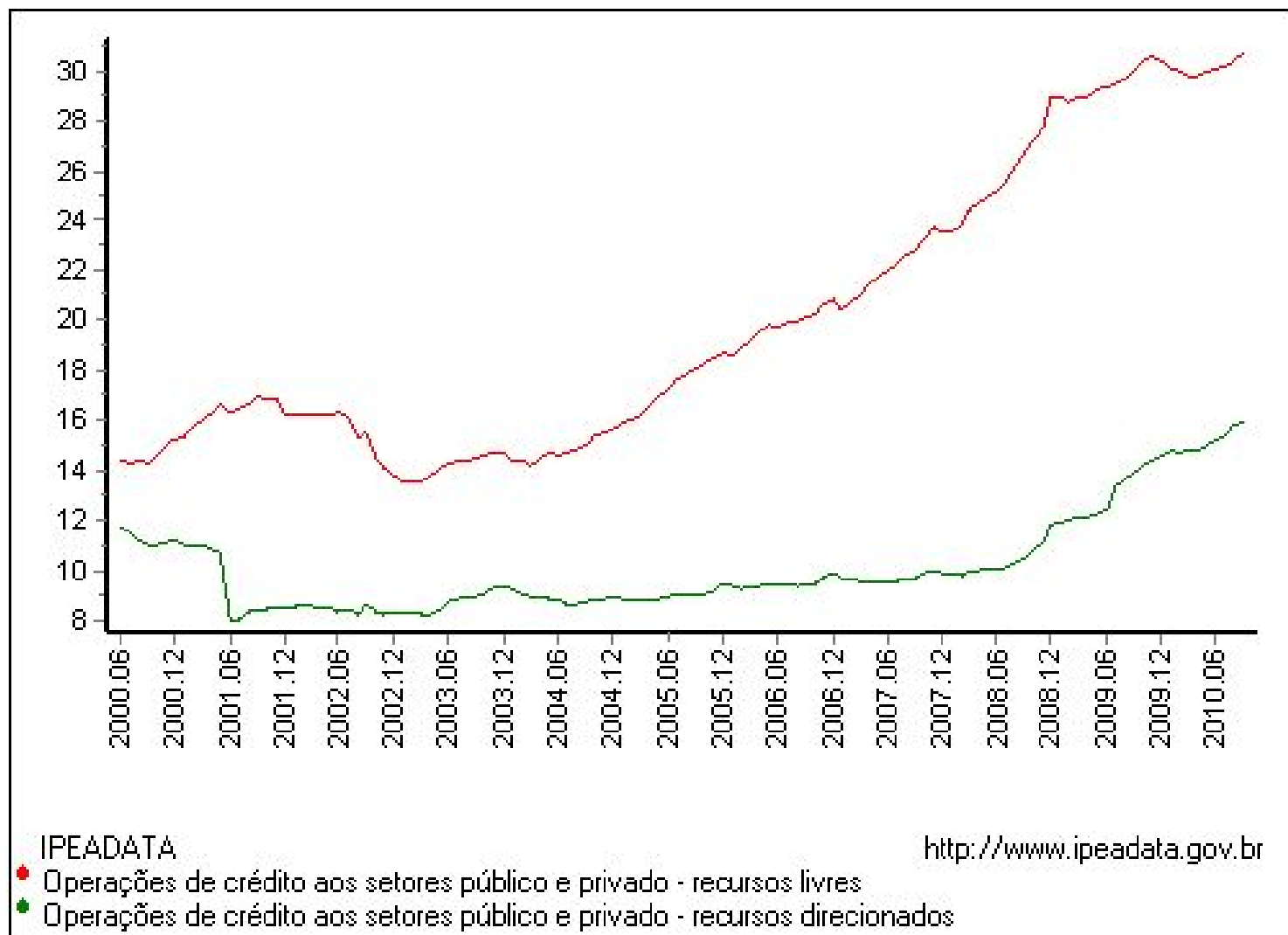
## Crédito/PIB 2002



# Crédito/PIB: Economias Emergentes Seleccionadas

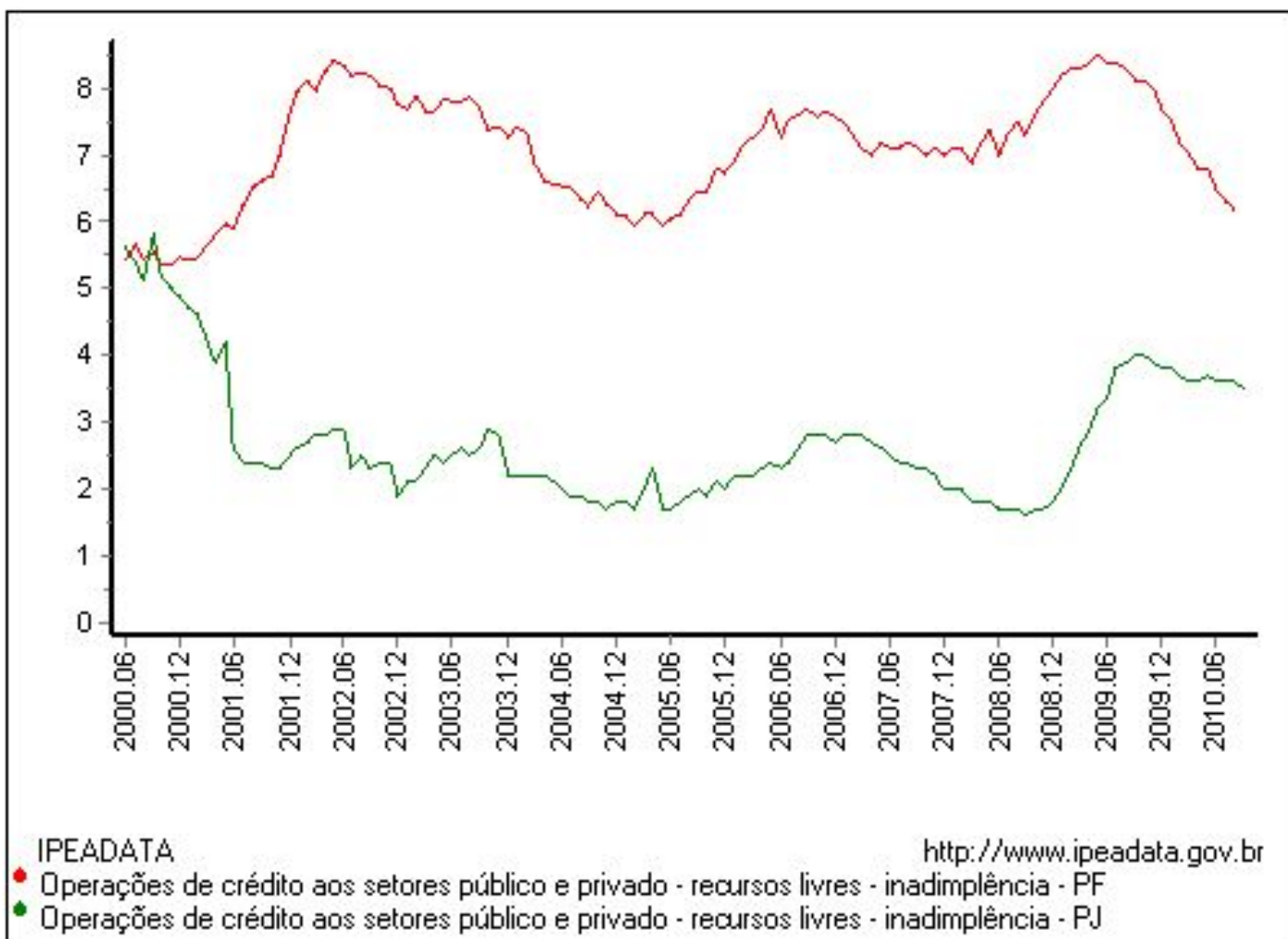


# Recursos direcionados e livres



# Inadimplência

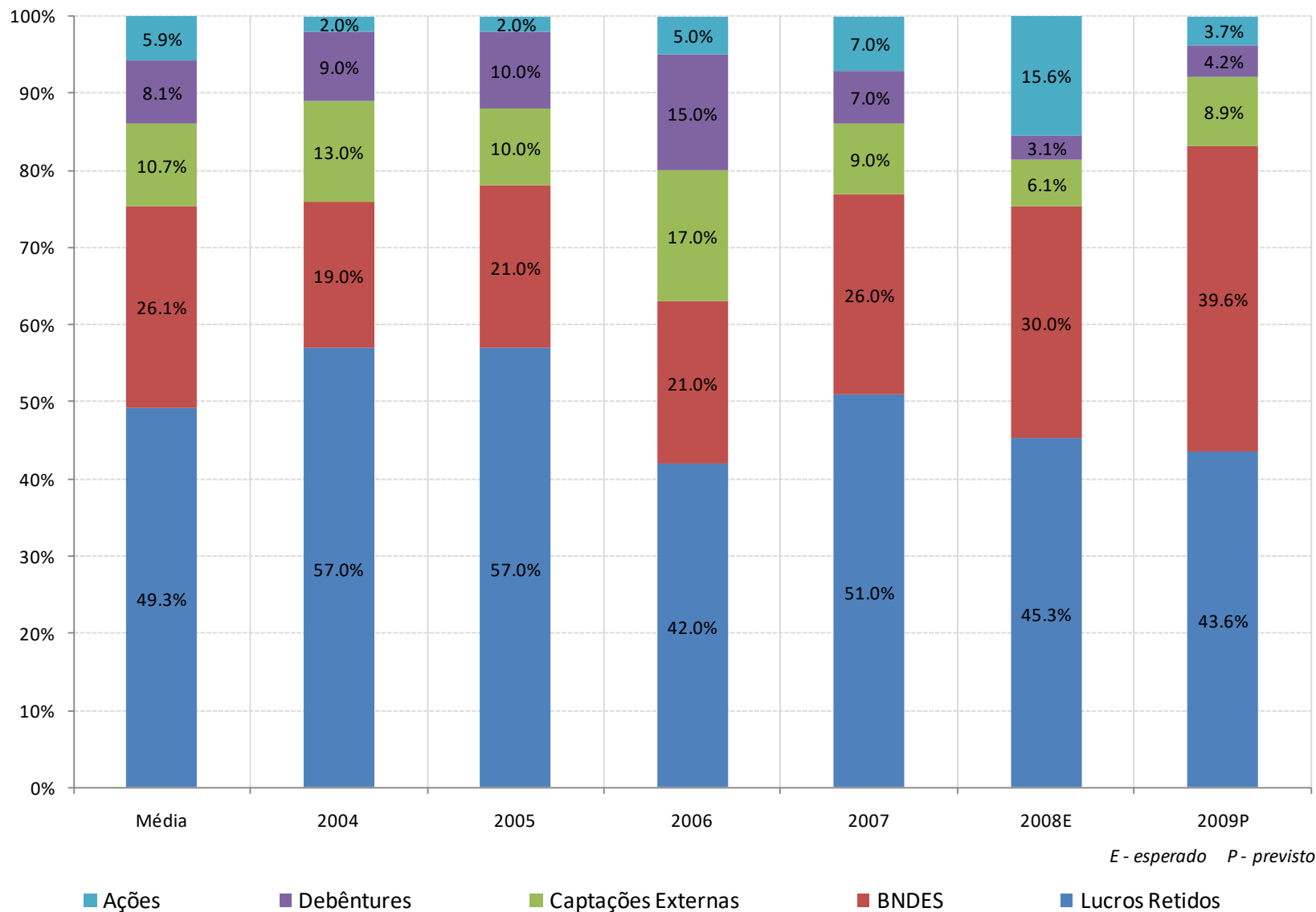
% saldo em atraso de mais 90 dias



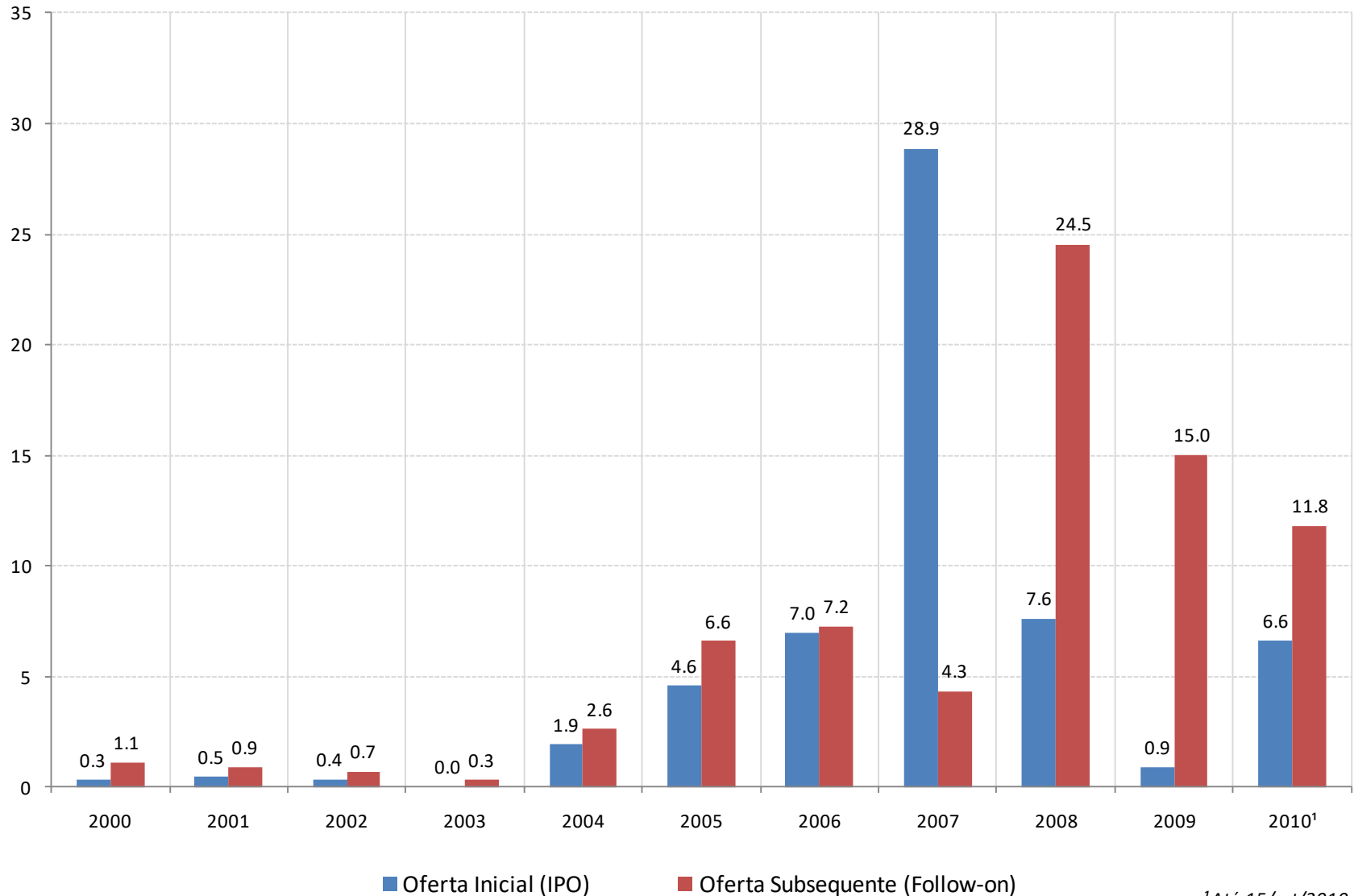
# Crédito Imobiliário



# Padrão de Financiamento dos Investimentos na Indústria e na Infraestrutura



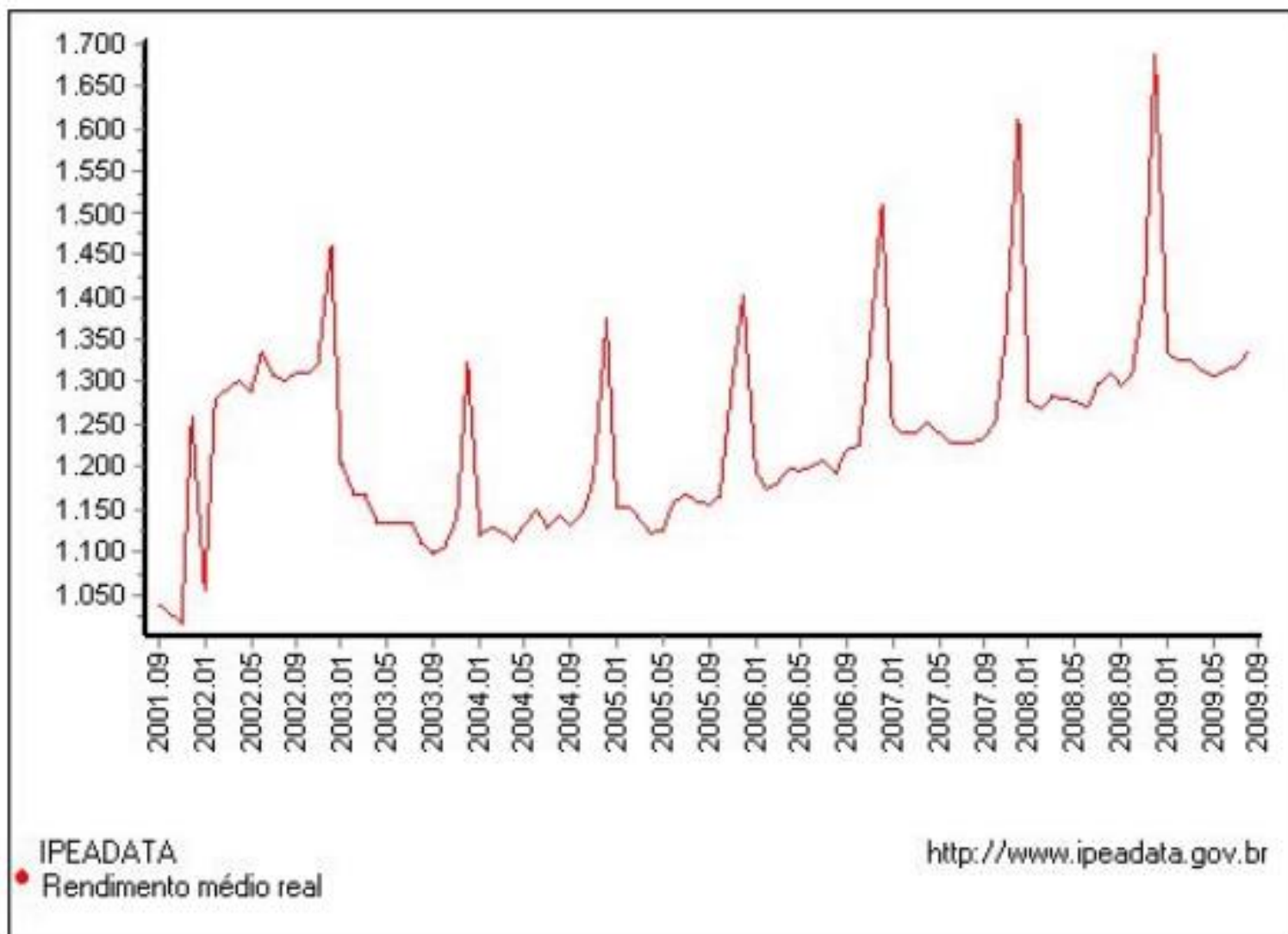
# Ofertas Primárias – Volume (em R\$ bilhões)



<sup>1</sup>Até 15/set/2010



# Rendimento do trabalho principal

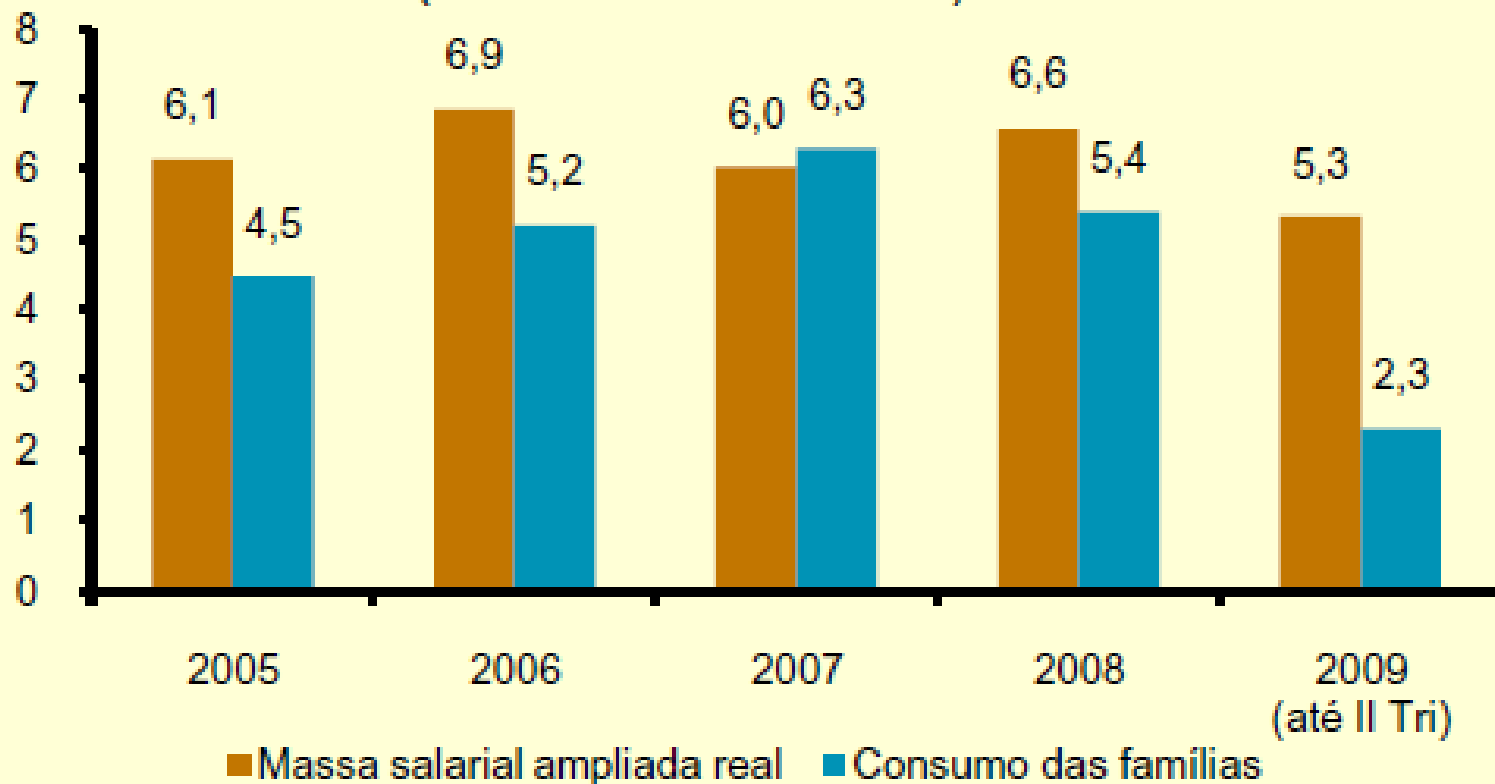


# Vendas no Varejo e Massa Salarial



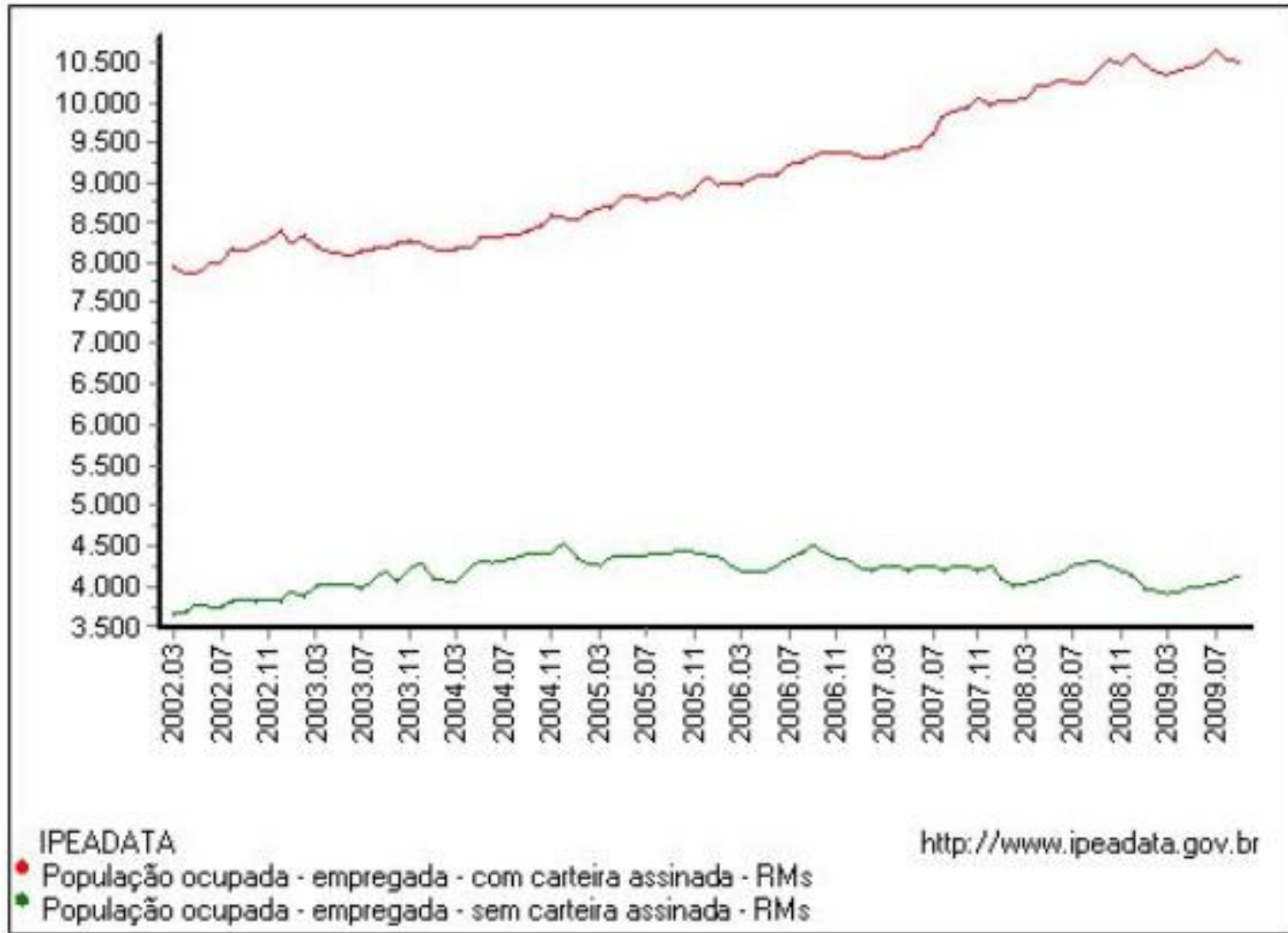
## Gráfico 1 – Massa salarial ampliada real e consumo das famílias

Série observada (% acumulada no ano)



Fonte: IBGE, MDS, STN e SPC

# Trabalhadores empregados com ou sem carteira assinada

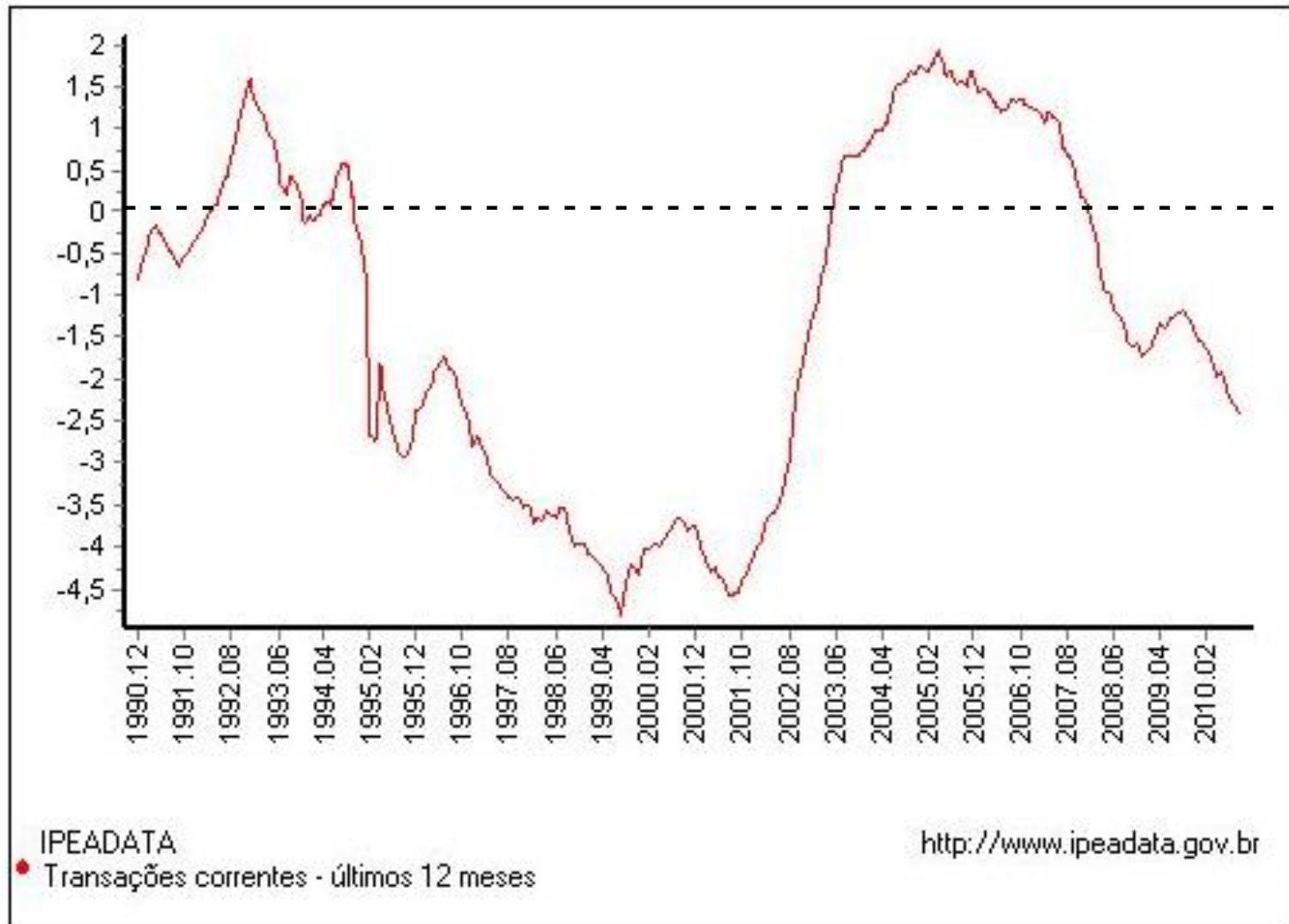


# Criação de Emprego Formal

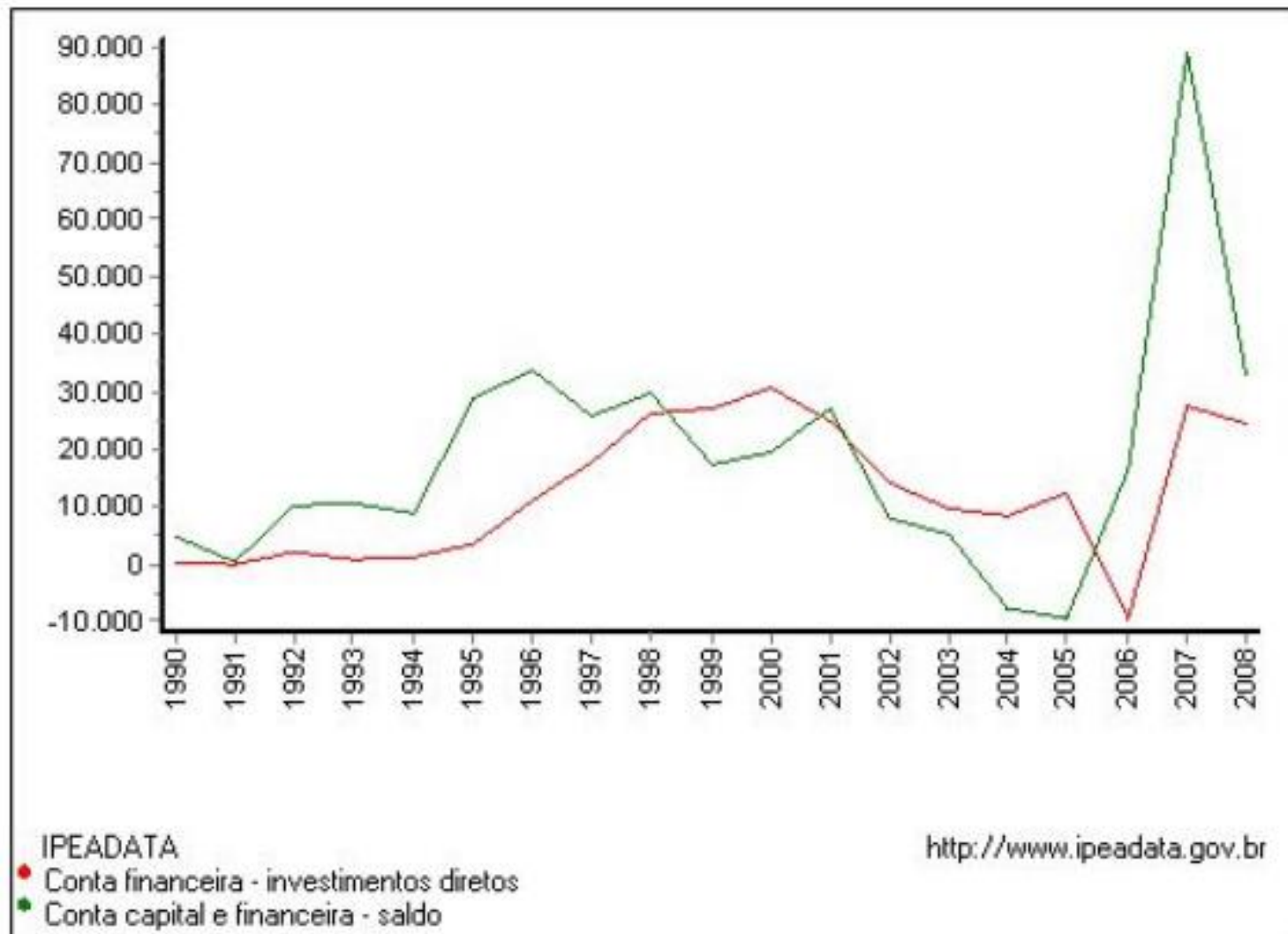




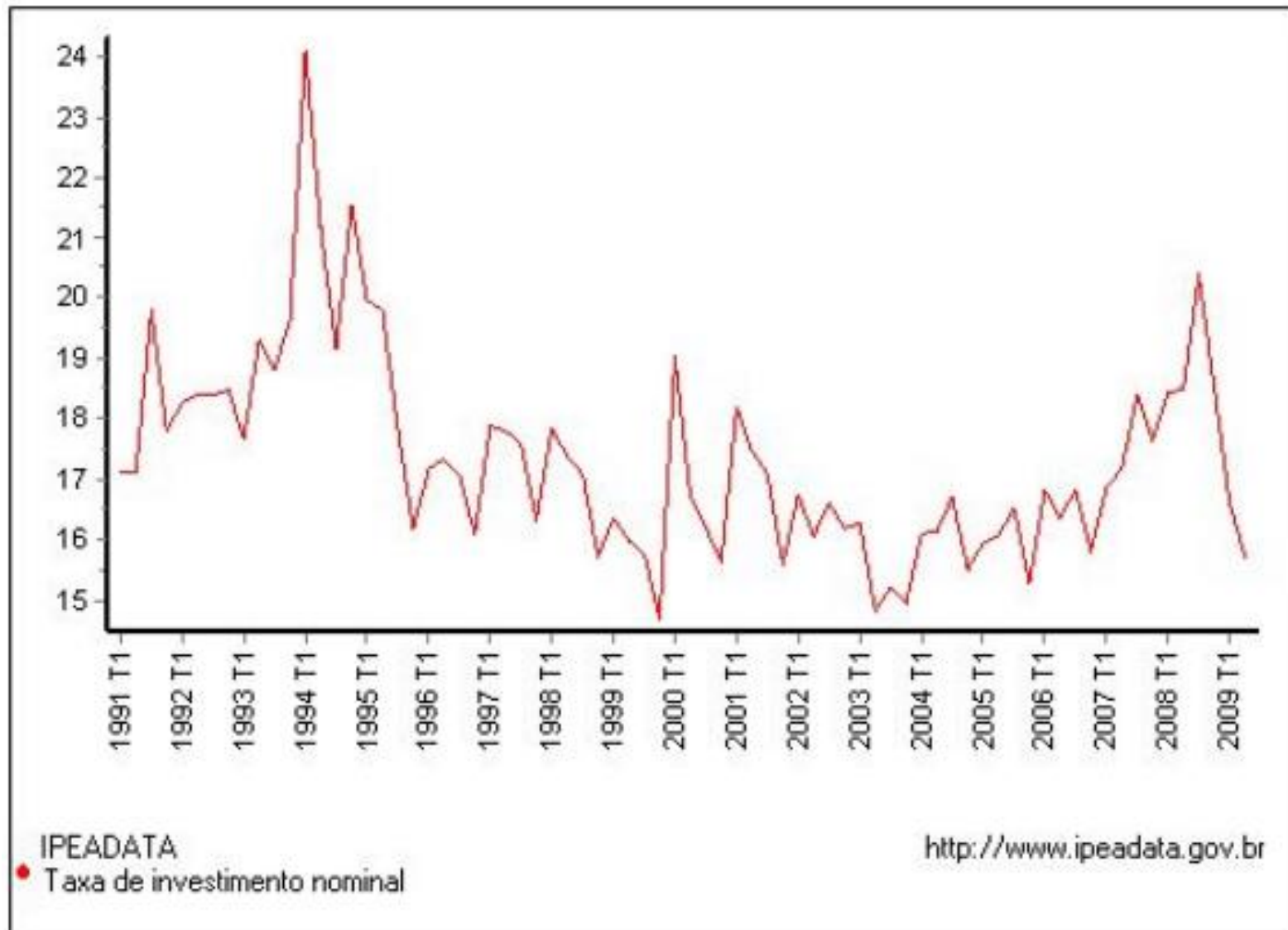
# Déficit em transações correntes em % PIB



# Saldo da conta capital e IDE



# Investimento em % PIB

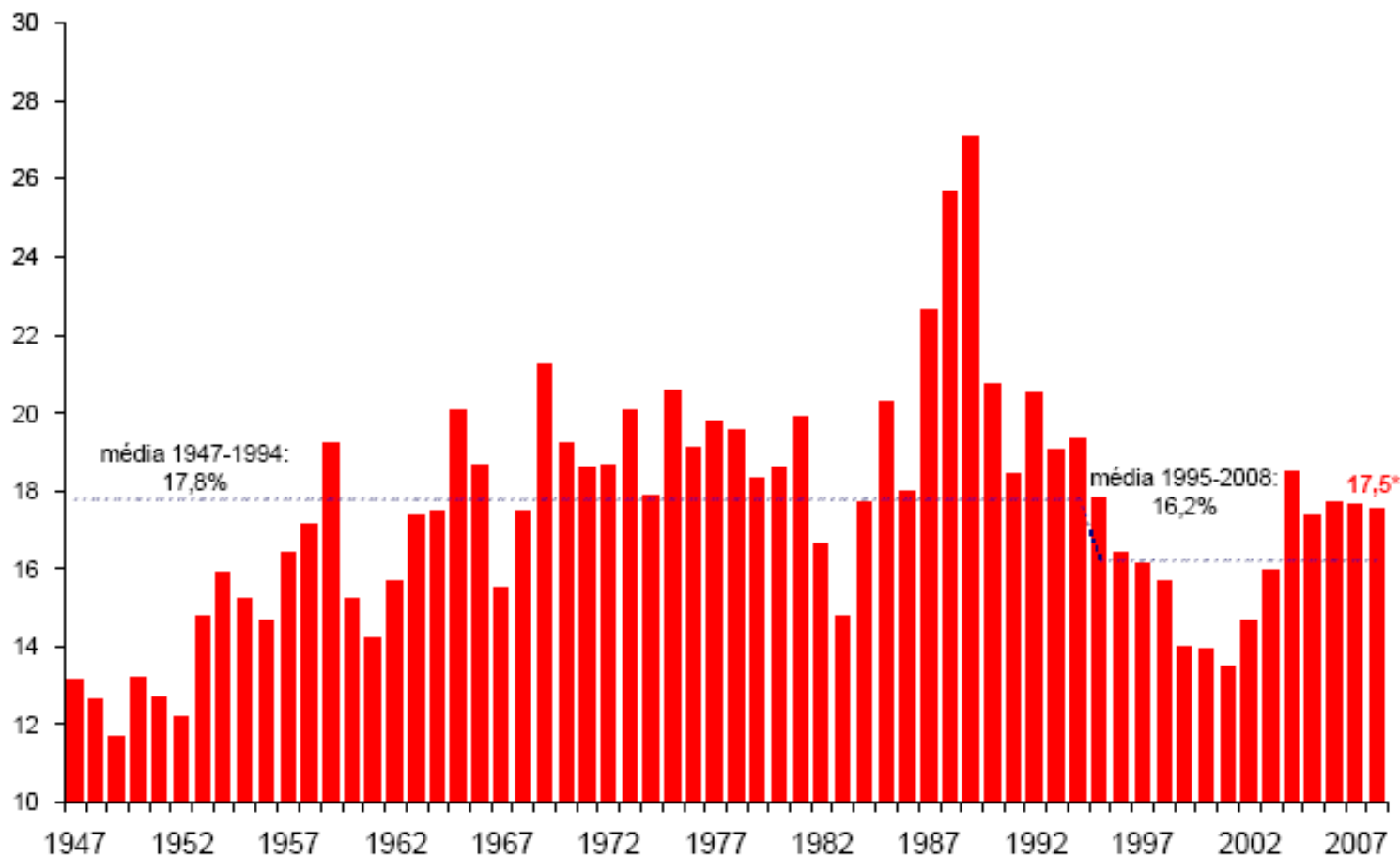




### Gráfico 3

## *Poupança Nacional como proporção do PIB*

(%)



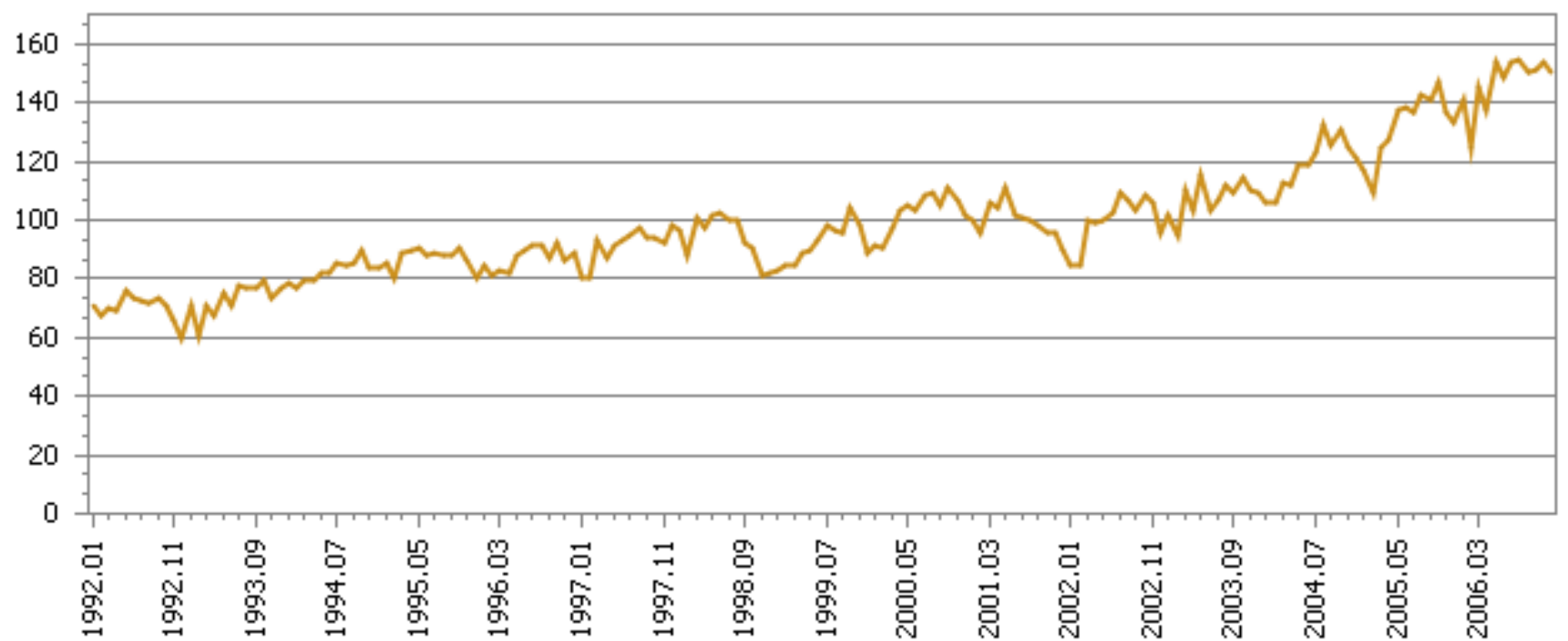
Fonte: IBGE

\*acumulado em 4 trimestres até o 1º de 2008.

# Crescimento do século XXI: modelo?

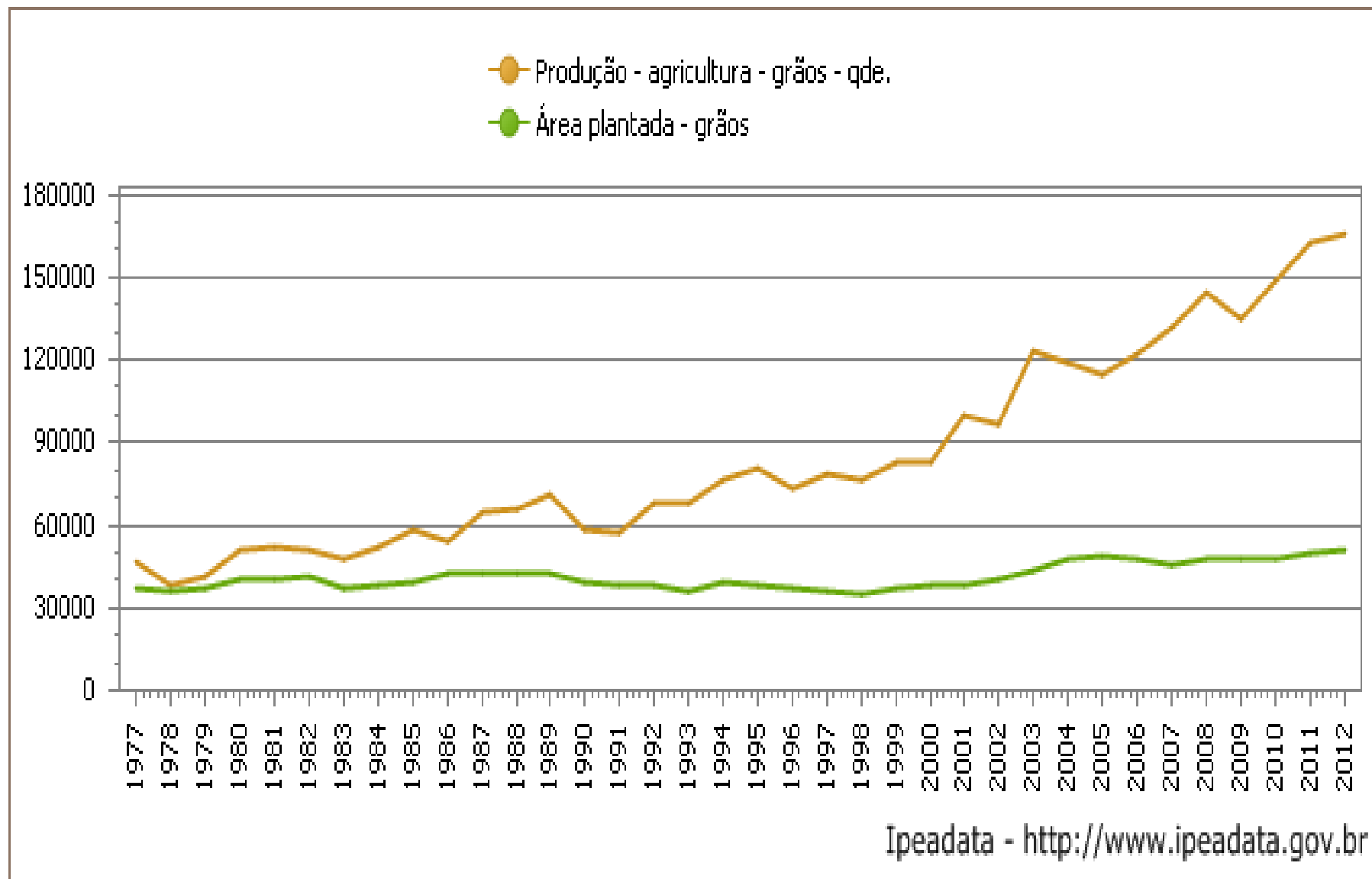
- Tríade da política econômica mantida:
  - sistema de metas
  - superávit primário: LRF etc.
  - câmbio flutuante
- Abertura comercial-financeira e privatização
- Reformas FHC e Lula → tempo → crescimento  
fiscais, previdência, institucionais: crédito
- Exportador de primários  
minério de ferro, soja, café, açúcar e petróleo (pré-sal)
- Políticas sociais distributivas
- Problemas:
  - atraso educacional e tecnológico
  - elevação dos investimentos: infraestrutura

● Produção industrial - minério de ferro - quantum - nível 80 - índice (média 2002 = 100)

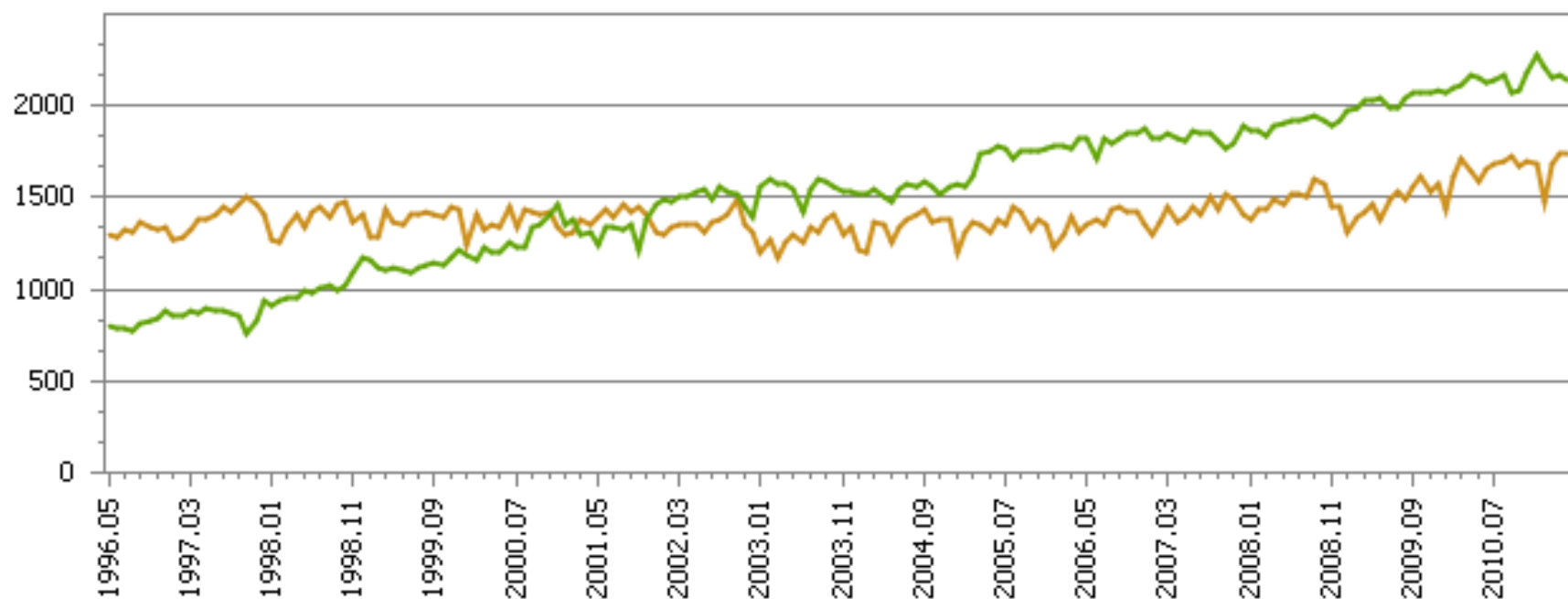


Ipeadata - <http://www.ipeadata.gov.br>

# Safras agrícolas e produtividade



- Consumo aparente - derivados de petróleo - média - qde./dia
- Produção - petróleo - média - qde./dia



# Brasil potência novamente?

- “Quadrado mágico”:
  - Preços de exportações e termos de troca favoráveis
  - Juros externos reduzidos → capitais + risco
  - Desemprego elevado em 2003 e capacidade ociosa → não pressiona preços
  - Câmbio desvalorizado em 2003
- Armadilha da renda média
  - qualidade da educação, gasto eficiente, pequena poupança interna, infraestrutura, instituições adequadas e + relação com o exterior

# Bônus demográfico

- Crescimento da população ocupada 2,5% entre 2003 a 2010
- Crescimento da população economicamente ativa (PEA) de 1,7%
  - PIA declina: 1,83% em 2003 → 1,29% em 2010
- Redução do desemprego
- Redução da população em idade ativa pode aumentar a razão de dependência
  - e elevar a gastos previdenciários e saúde

# Dilma e o novo

## desenvolvimentismo

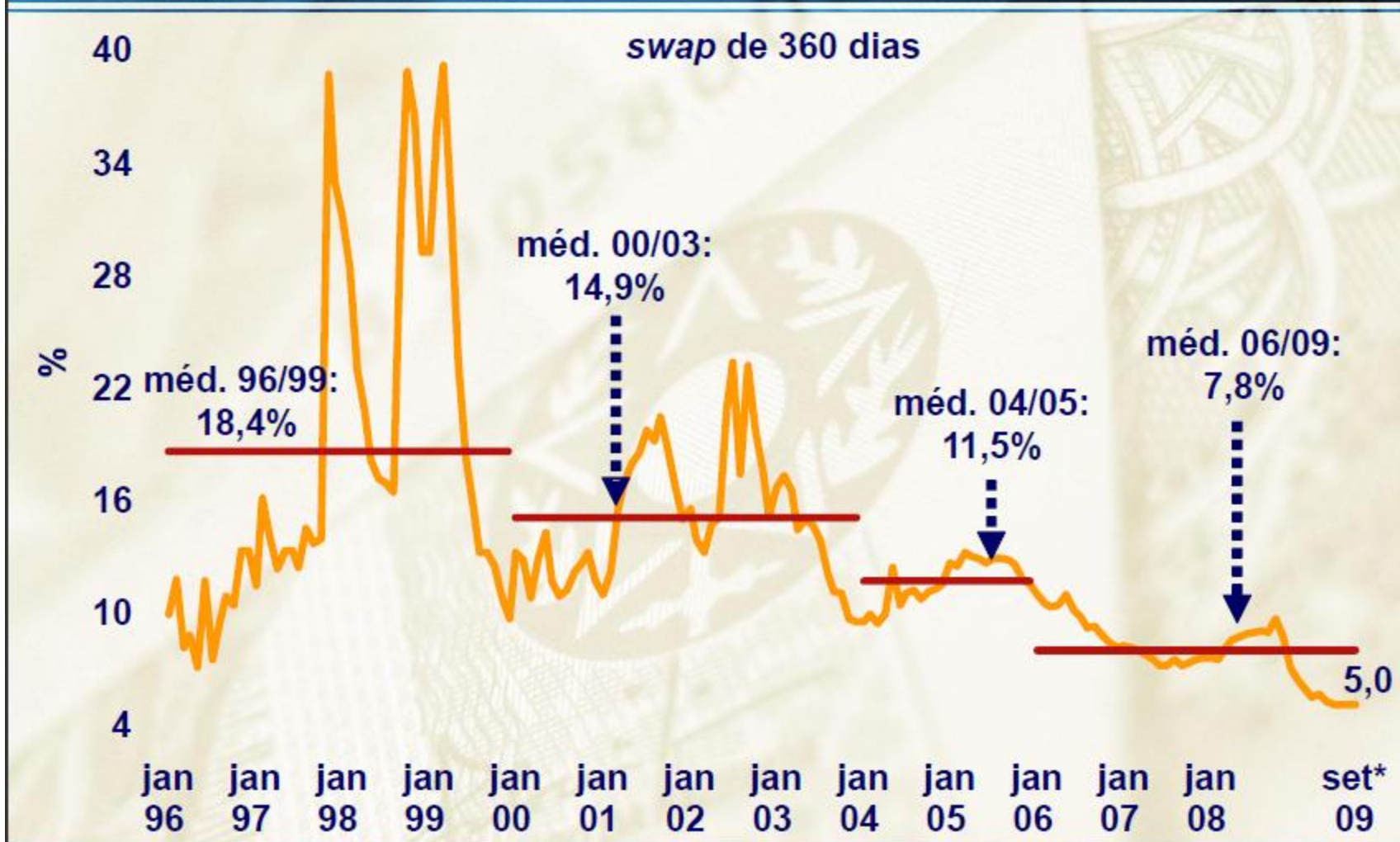
- Crescimento até 2010: 4,5% ao ano  
conjuntura internacional favorável, crédito e mercado de trabalho aquecido
- Euforia no final do Lula  
pequena retração em 2009 e recuperação rápida
- Herança do tripé macro  
juro elevado e câmbio valorizado → perda de competitividade e “desindustrialização”  
déficit em conta corrente
- Três amarras ou preços errados  
“juros, câmbio e impostos elevados”



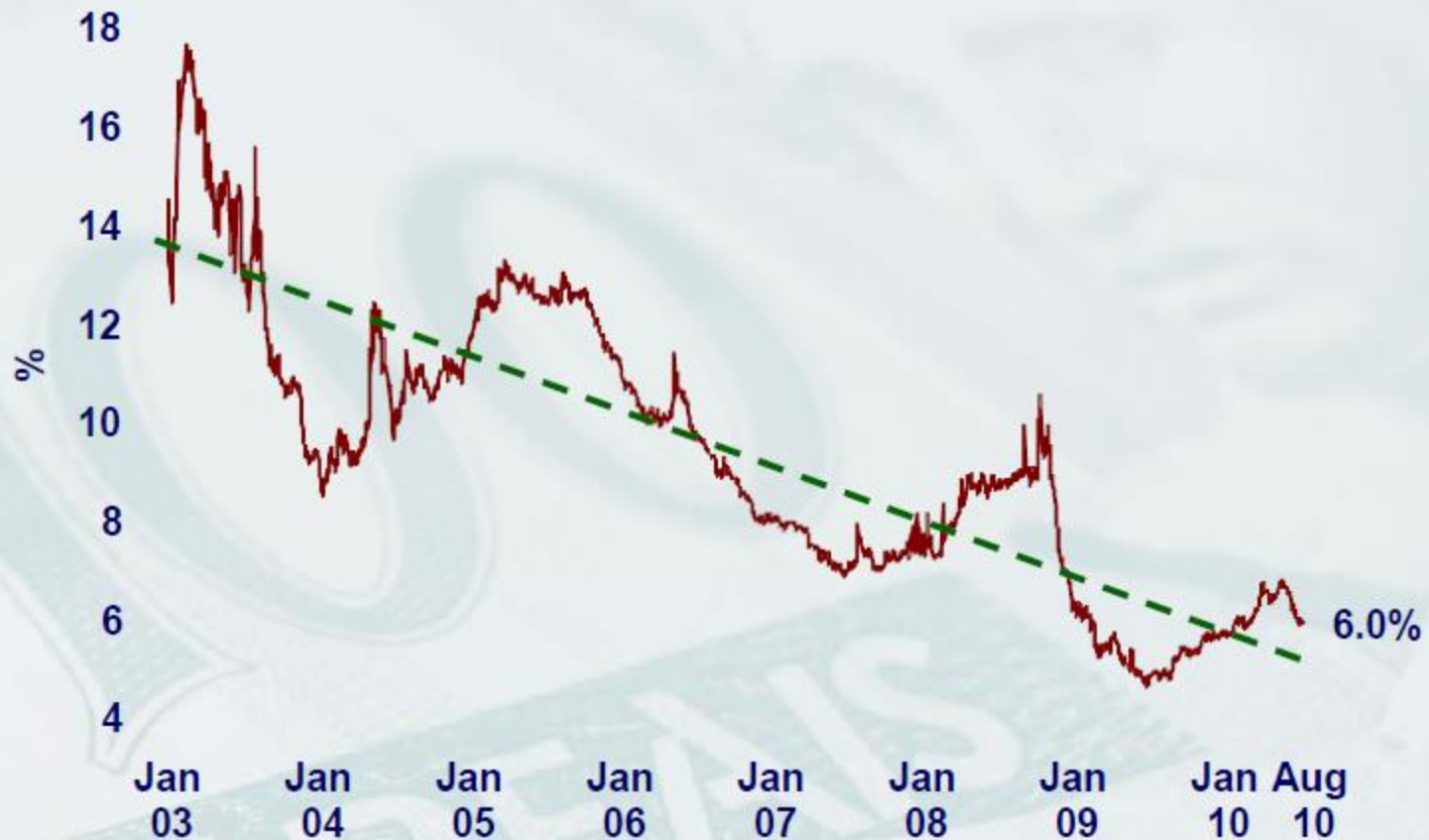
# Dilma: Bresser

“O tripé macroeconômico ortodoxo (superávit primário, câmbio flutuante e meta de inflação) é constituído por esses três conceitos genéricos que, afinal, resultam em dois *parâmetros* e um único *objetivo* que interessam a uma coalizão política neoliberal formada por capitalistas rentistas e financistas. Os dois parâmetros são uma taxa de juros nominal a mais alta possível e uma taxa de inflação a mais baixa possível; o objetivo final é uma taxa de juros real elevada, que remunere os capitalistas rentistas e os financistas que administram sua riqueza. Há pouca dúvida de que o país deve apresentar um superávit primário, ou, mais precisamente, ser responsável do ponto de vista fiscal. Já é inaceitável que um país em desenvolvimento renuncie a uma política de taxa de câmbio e a deixe flutuar *livremente* no mercado quando sabemos que nos países em desenvolvimento existe uma tendência à sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio. E é igualmente inaceitável que a política de metas de inflação subordine os dois outros objetivos que devem ter uma boa política macroeconômica: uma taxa de câmbio competitiva e um razoável pleno emprego. É ótimo que haja uma meta de inflação, desde que os responsáveis pela política econômica tenham também uma meta de câmbio e uma meta de crescimento, e façam os difíceis compromissos entre essas três metas.”

# Juros Reais *Ex-Ante* (Swap de 360 dias)



# Real Interest Rates

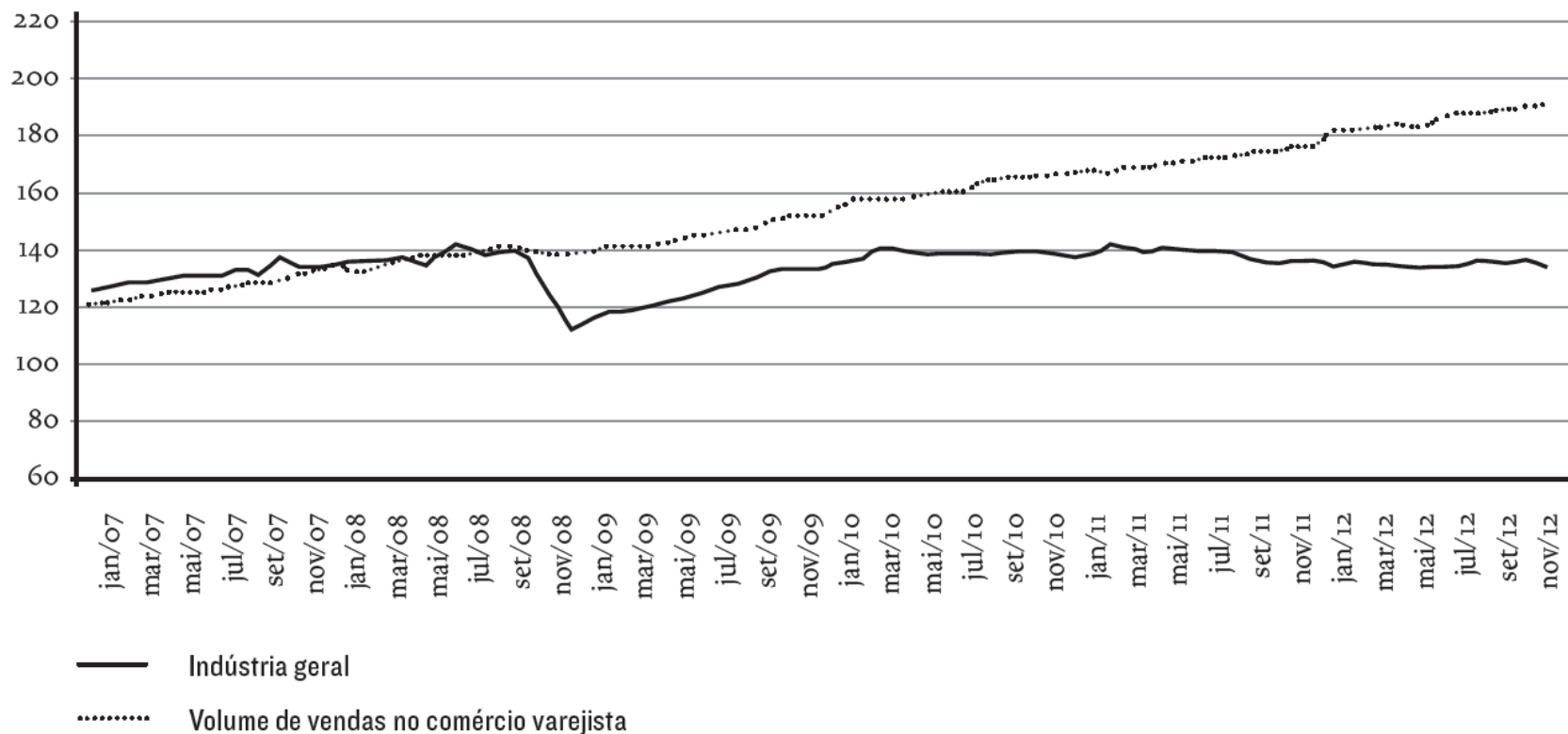


Sources: BM&F Bovespa and The Central Bank of Brazil (Focus)

## GRÁFICO

Produção física da indústria geral e volume de vendas do comércio varejista  
(ambas com ajuste sazonal)

Índice: jan./2000 = 100



# Medidas: flexibilização do tripé

- Redução dos juros reais  
medidas “macroprudenciais”: + compulsório
- Controle de preços administrados  
energia redução e transporte estabilidade
- Redução do superávit primário  
Contabilidade fiscal criativa: falta transparência  
crescimento dos gastos públicos
- Expansão do crédito
- Aumento real do salário mínimo
- Elevação dos investimentos  
concessões ao setor privado

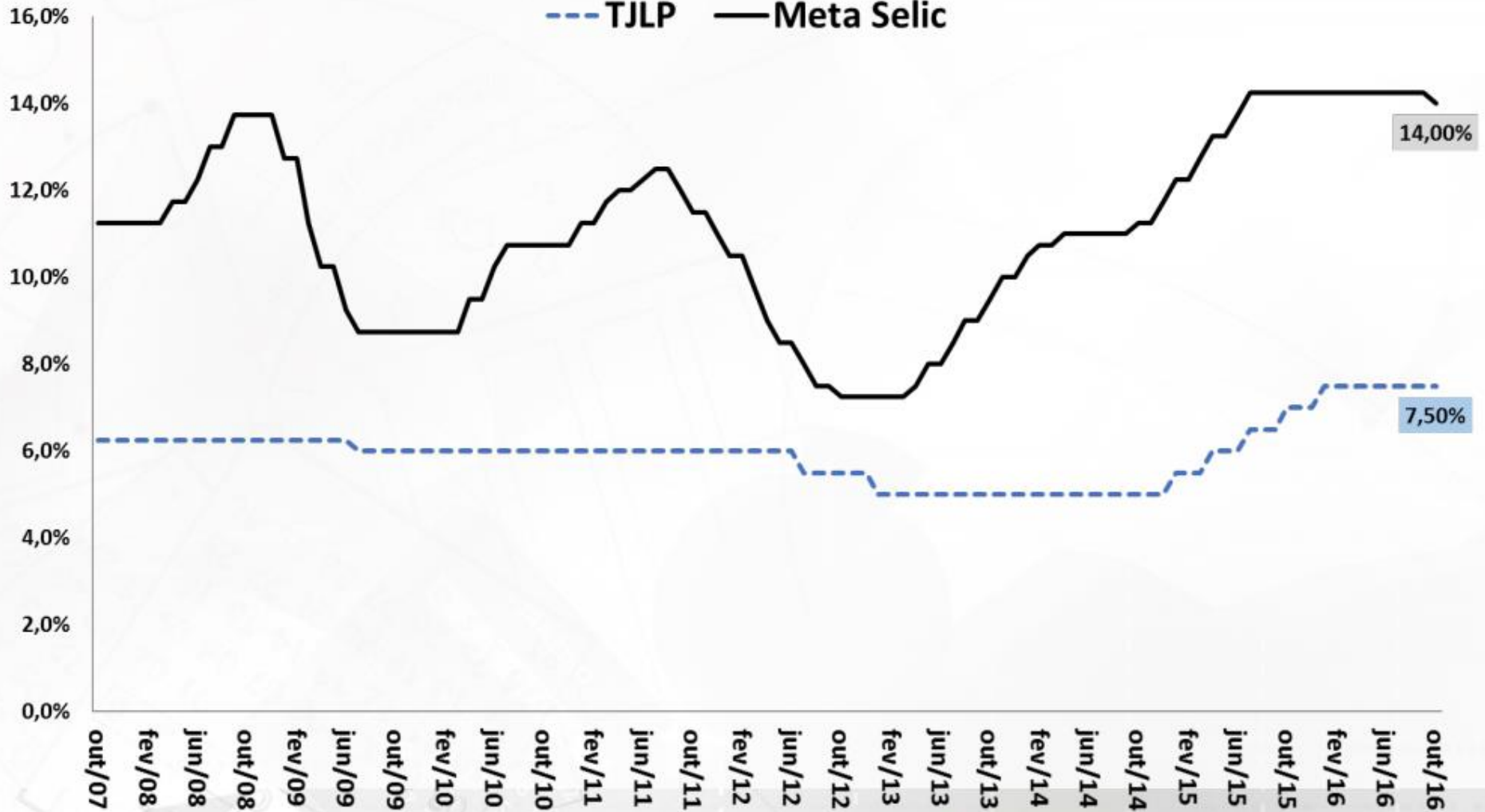
# Crise 2009: políticas anticíclicas

- Políticas de estímulo da demanda mantidas
  - BNDES financiado Tesouro: 471 bilhões em 2014
  - juros TJLP do BNDES, sem + dívida líquida
- Desoneração de impostos e maior consumo
- Retração da produtividade do trabalhador
  - PTF cresceu 1,3% em 2004-08 e 0,1% 2009-15
  - Prod. potencial 3,9% em 2004-08 e 2,5% 2009-15
  - PIB cresceu 4,8% em 2004-08 e 1,7% 2009-15
- Crescimento além da capacidade produtiva entre 2004-08 → trinômio de desoneração, maiores gastos públicos e menores juros
- Abandono das reformas depois de 2006

# Evolução das Taxas de Juros (Meta Selic e TJLP)

Juros - Selic e TJLP

Taxas Efetivas Anualizadas (% aa)



Fonte: BCB.



# Correção dos preços errados

- Desvalorização cambial
  - atuação do Bacen e limitação a entrada de K
  - mudança externa favoreceu desvalorização
- Redução dos juros reais a 2% ao ano
  - Tombini meta adiada → perda de credibilidade
- Desoneração de diversos setores industriais
- Pressão inflacionária cresceu: média de 6,2% em 2011-14
  - redução das tarifas de energia
- Perda do tripé da política econômica

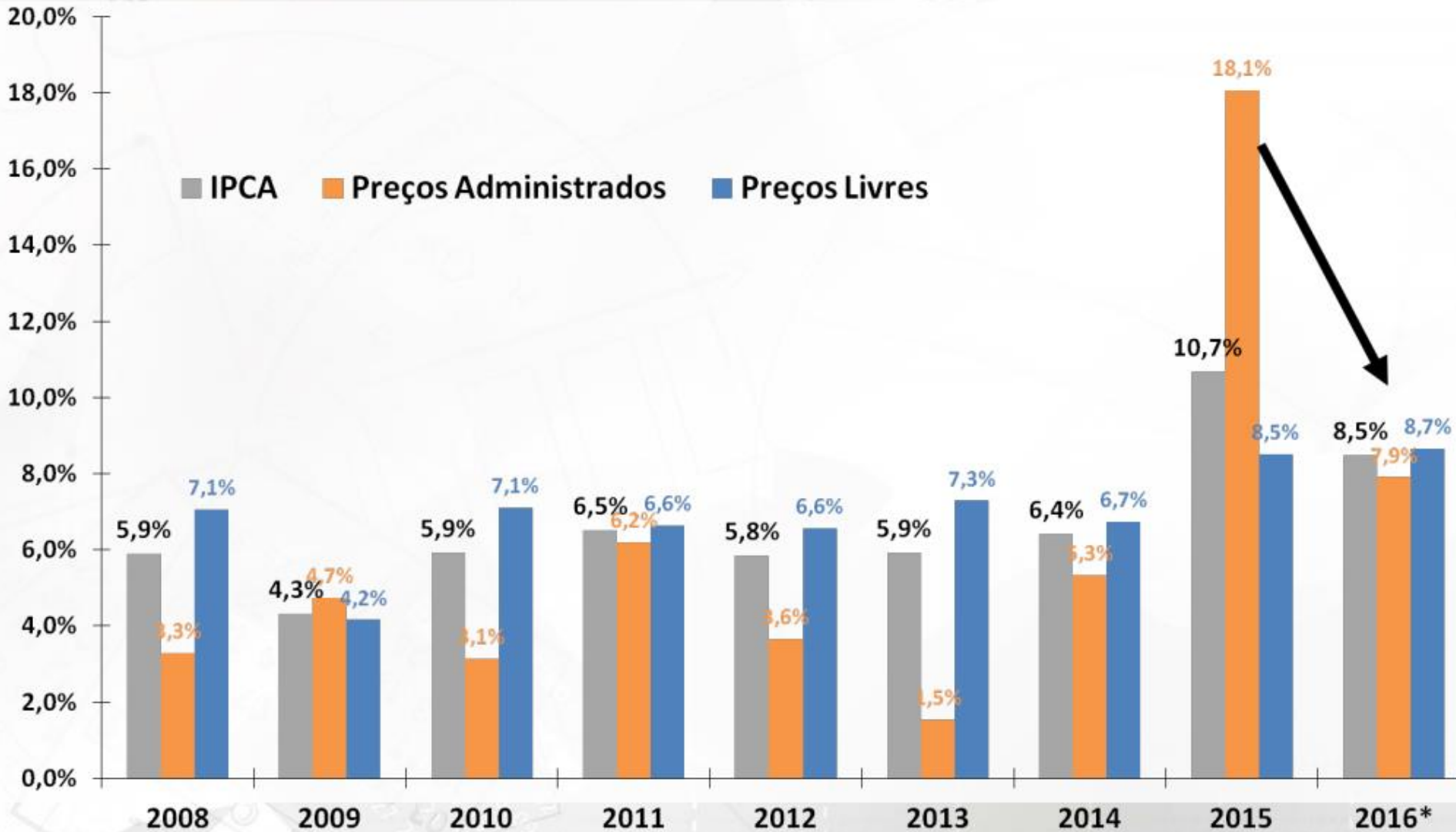


# Débâcle do setor de energia

- Potência energética renovável: hídrica, cana, eólica e solar, além do pré-sal
- Retração dos preços do petróleo e crise da Petrobras reduziu potencial
- Redução dos preços da gasolina reduziu a rentabilidade do etanol
- Intervenção no setor elétrico
  - renovação dos contratos com menor TIR
- Redução dos investimentos no setor

# Inflação: realinhamento dos preços relativos

Inflação (% aa)

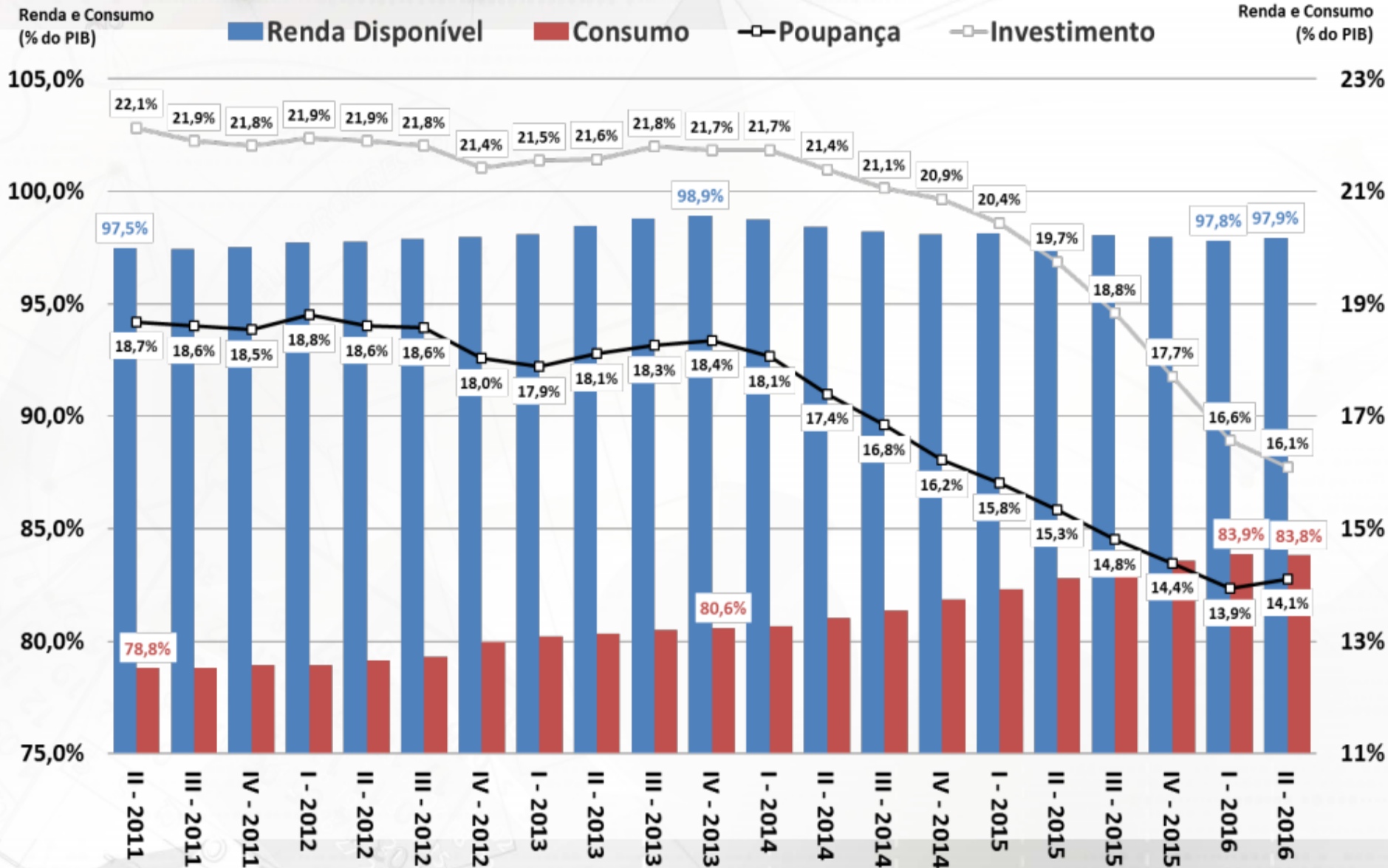


Fonte: IBGE. \*Acumulado em 12 meses até setembro de 2016.

# Reeleição de Dilma

- Mercado de trabalho aquecido
- Política expansionista: gastos e redução de impostos
- Aumento do consumo total e redução dos investimentos e da poupança
  - Consumo total 79% em 2011 → 83% em 2015
- Problema fiscal ressurge
  - superestimar o crescimento e a arrecadação
  - descontos da meta de superávit primário
  - “contabilidade criativa” e “pedaladas fiscais”

# Contas Econômicas trimestrais do PIB



Fonte: IBGE.

# Cresce o déficit público

- NFSP nominal chegou a 6,1% do PIB em 2014 e 10,4% em 2015
- Juros setor público de 8,5% PIB em 2015
- Resultado primário negativo: 1,89% PIB  
2011 era 2,96% positivo
- Dívida interna líquida de 55,6% PIB em 2015
- Taxa de juros SELIC = 9,8% em 2011-14
- Taxa de juros implícita = 17,0% em 2011-14  
FAT e BNDES a TJLP e reservas a 1-2% a.a.

# Fim do ciclo: problemas

- Déficit conta corrente de 5% do PIB  
perda do grau de investimento
- Inflação acima do teto da meta
- PIB em declínio
- Crise política: Lava-jato - Petrobras
- Setor elétrico virtualmente quebrado
- Conflito interno do bloco de apoio ao governo
- Crescimento dos salários > produtividade  
perda de competitividade
- Tentativa de mudança com Levy

# Taxas de juros reais no Brasil

Edmar Bacha

- Juros reais no Brasil muito elevados  
ao redor de 5% em 2010 e 2% em 2013  
mundo com juros reais negativos – crise conjuntural
- Problemas de assimetria e seleção adversa  
juros elevados viabilizam apenas projetos arriscados  
racionamento do crédito → caro e escasso
- Tríade da política econômica desde 1999  
superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação
- Reduziu os juros (quebra da série), porém  
insuficiente para o padrão internacional  
falta de sincronia da autoridade monetária e fiscal no  
Brasil – inércia do ajustamento

Gráfico 1: Juros Reais Brasil vs. Mundo, 1995-2010

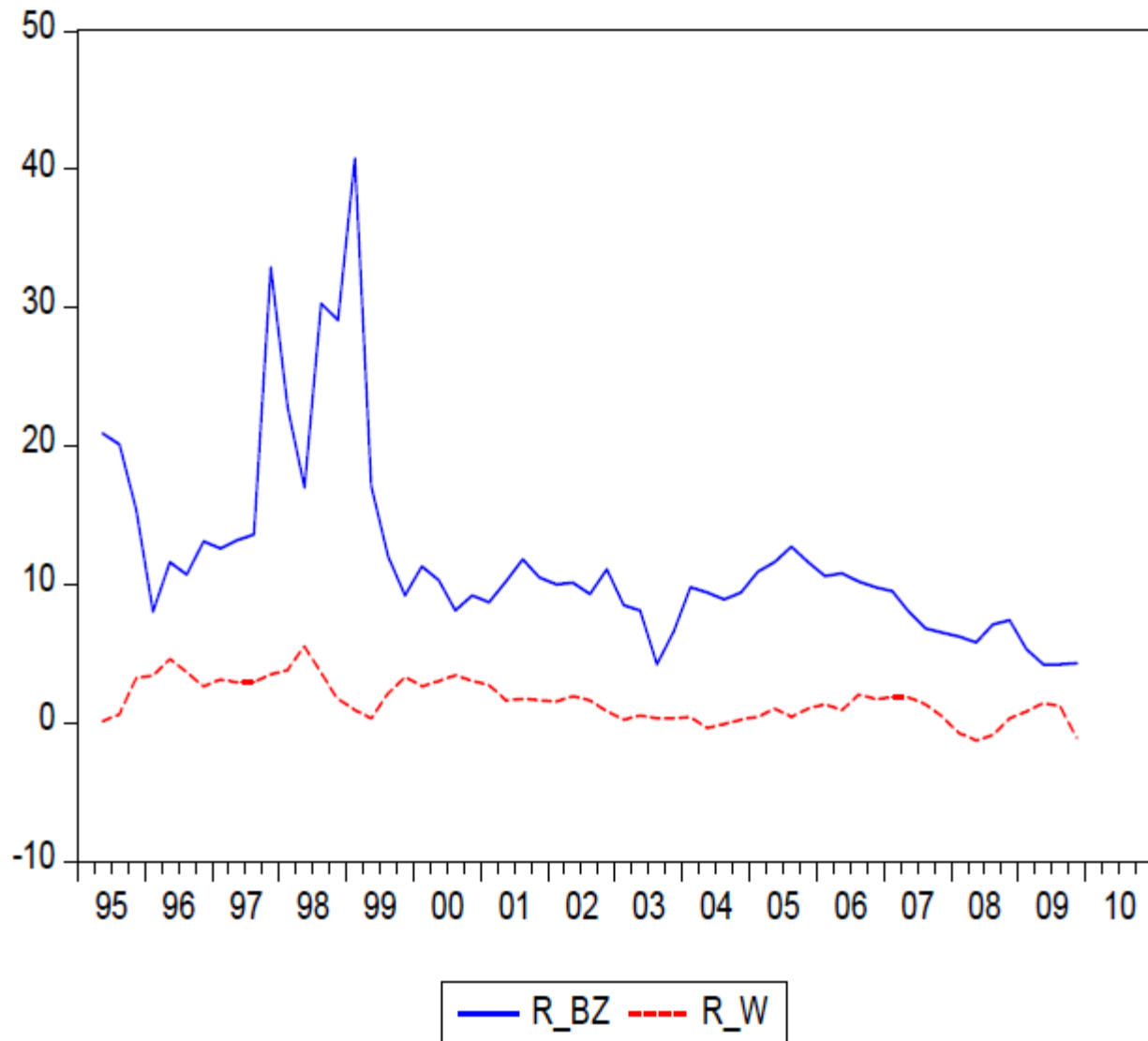
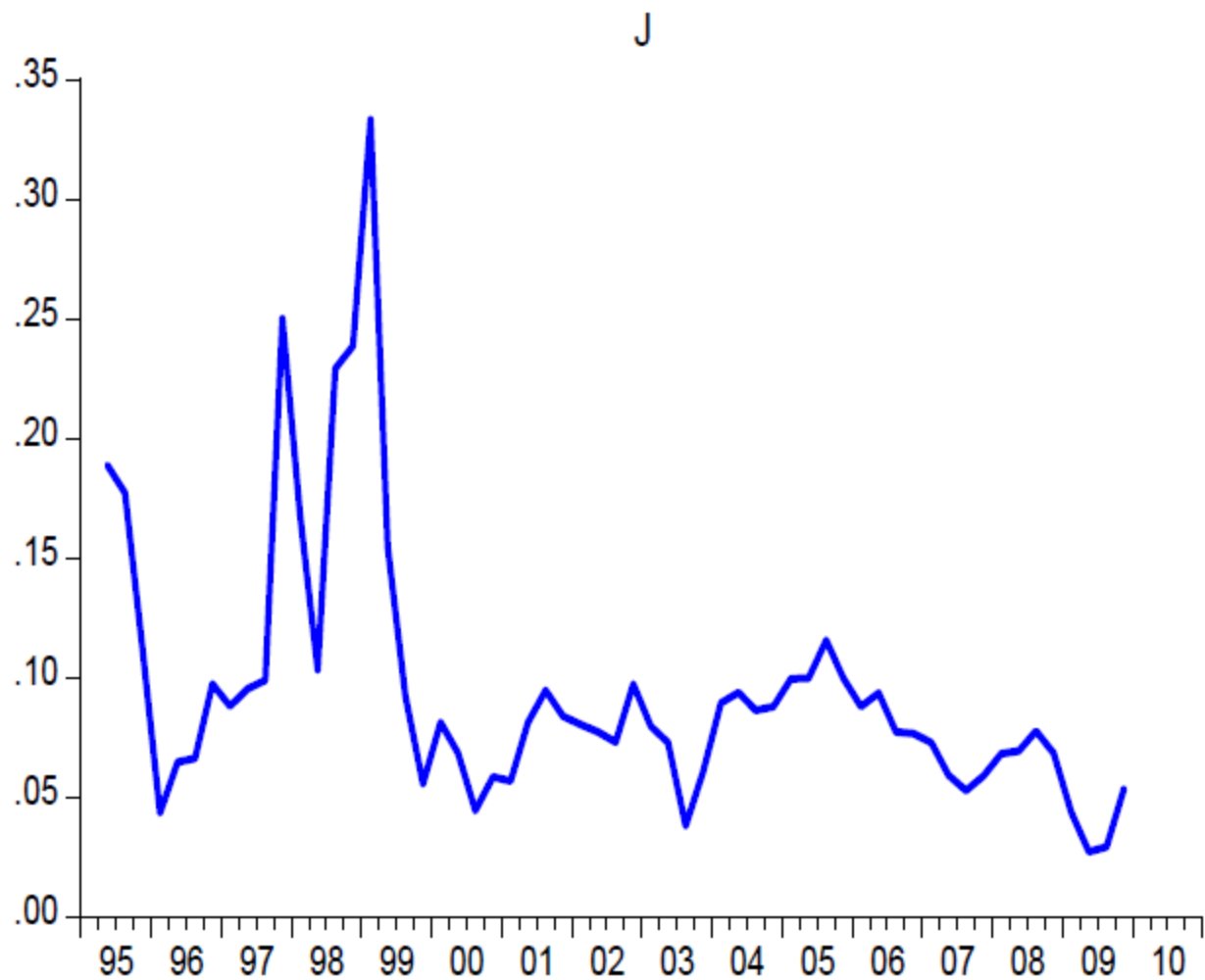




Gráfico 2: Diferença entre Juros Reais, Brasil vs Mundo

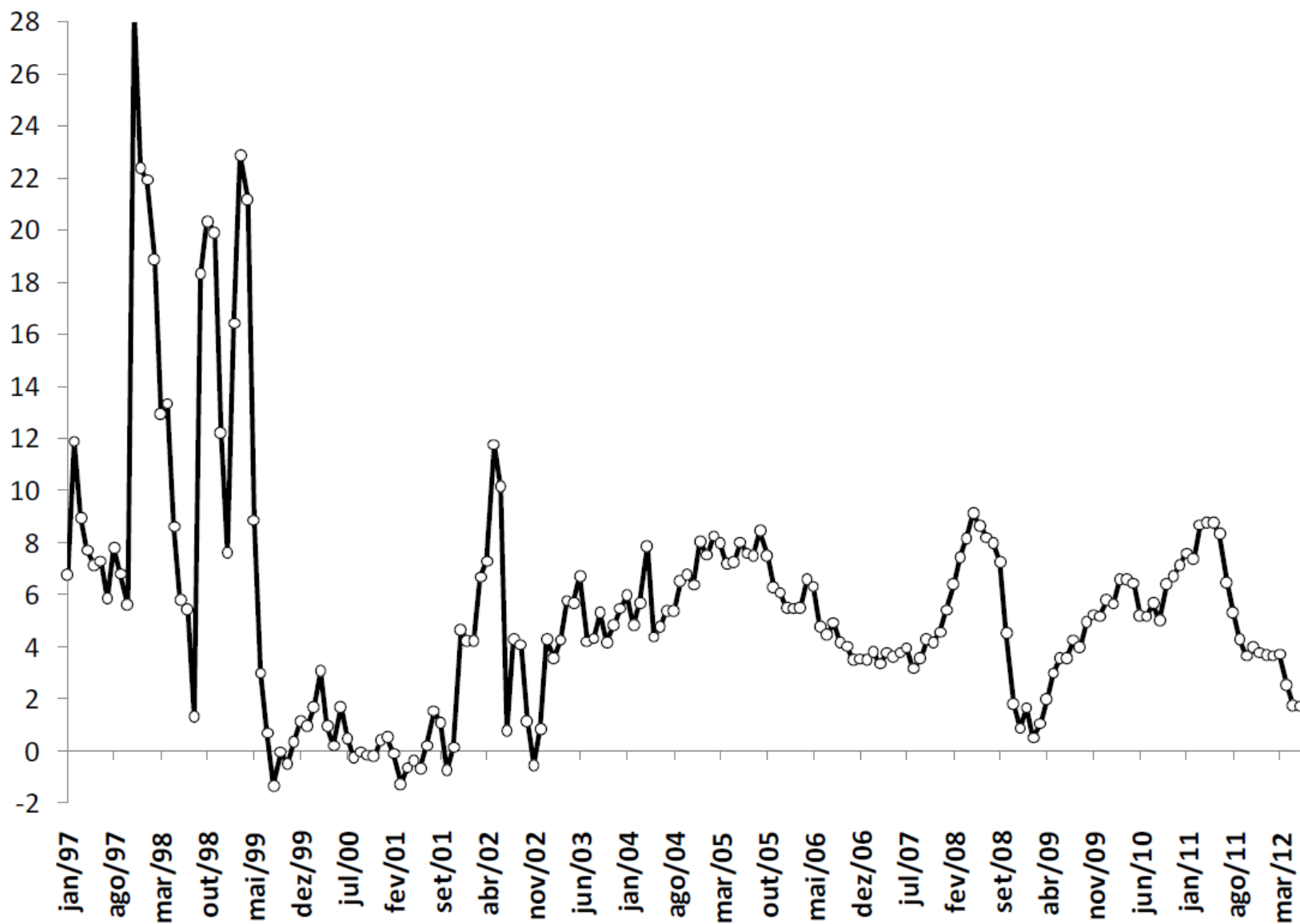


# Formação da taxa de juros:

## Pessoa

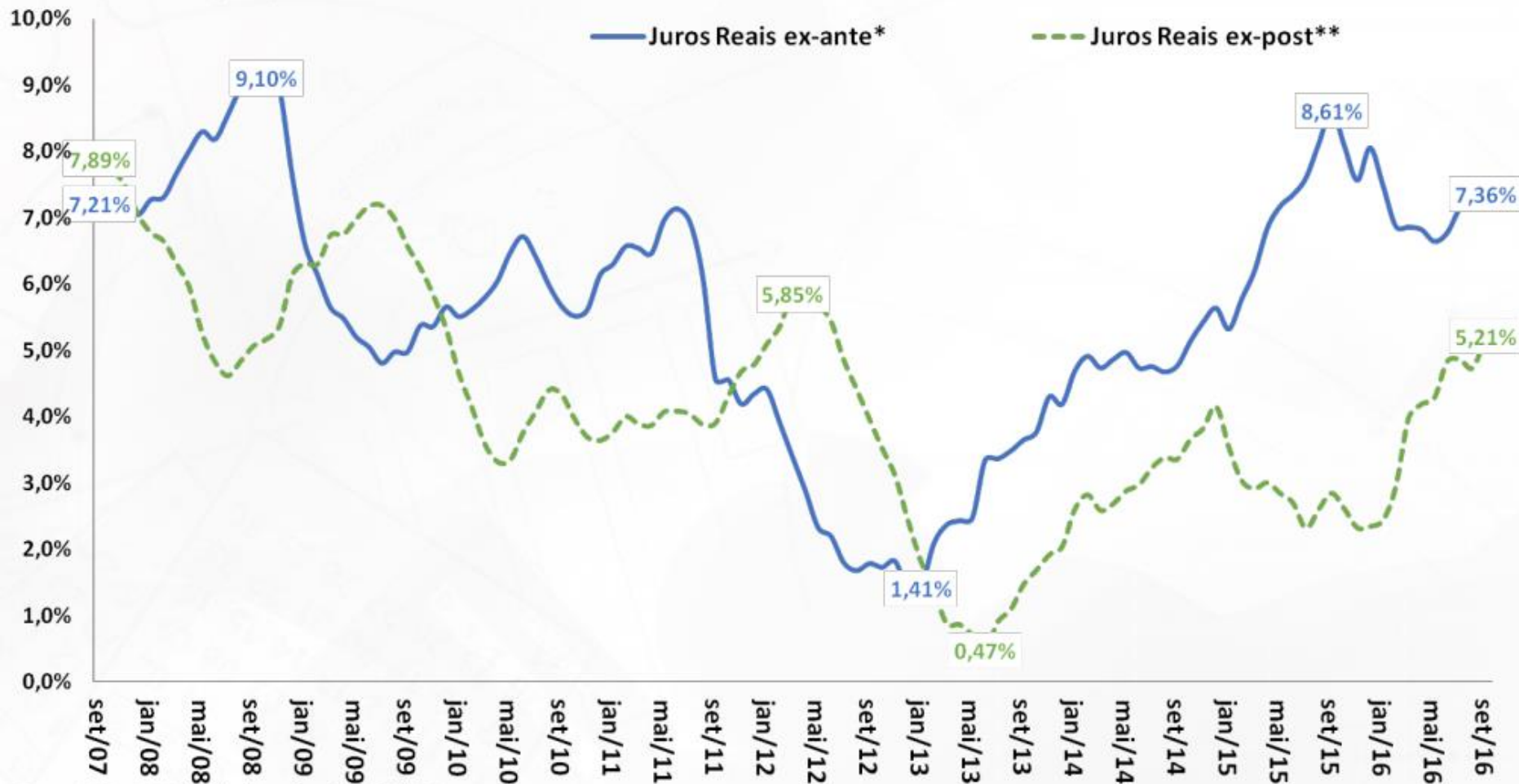
- Risco país explica spread de juros BRA/Libor  
oferta de capitais externos reduziria juros  
risco cambial mantem spread: hedge caro
- Redução do risco país até 2005  
risco representava 60% para 30% do spread  
incerteza jurisdicional, sistêmicos e calote

Grafico - 4: Evolução do diferencial de juros líquido do risco soberano



# Evolução das Taxas Reais de Juros Ex-ante e Ex-post

Taxas de Juros Reais (CDI/IPCA) ex-ante e ex-post  
Taxas Anualizadas (% aa)



Fonte: BCB e IBGE. Elaboração: SEPLAN/MF.

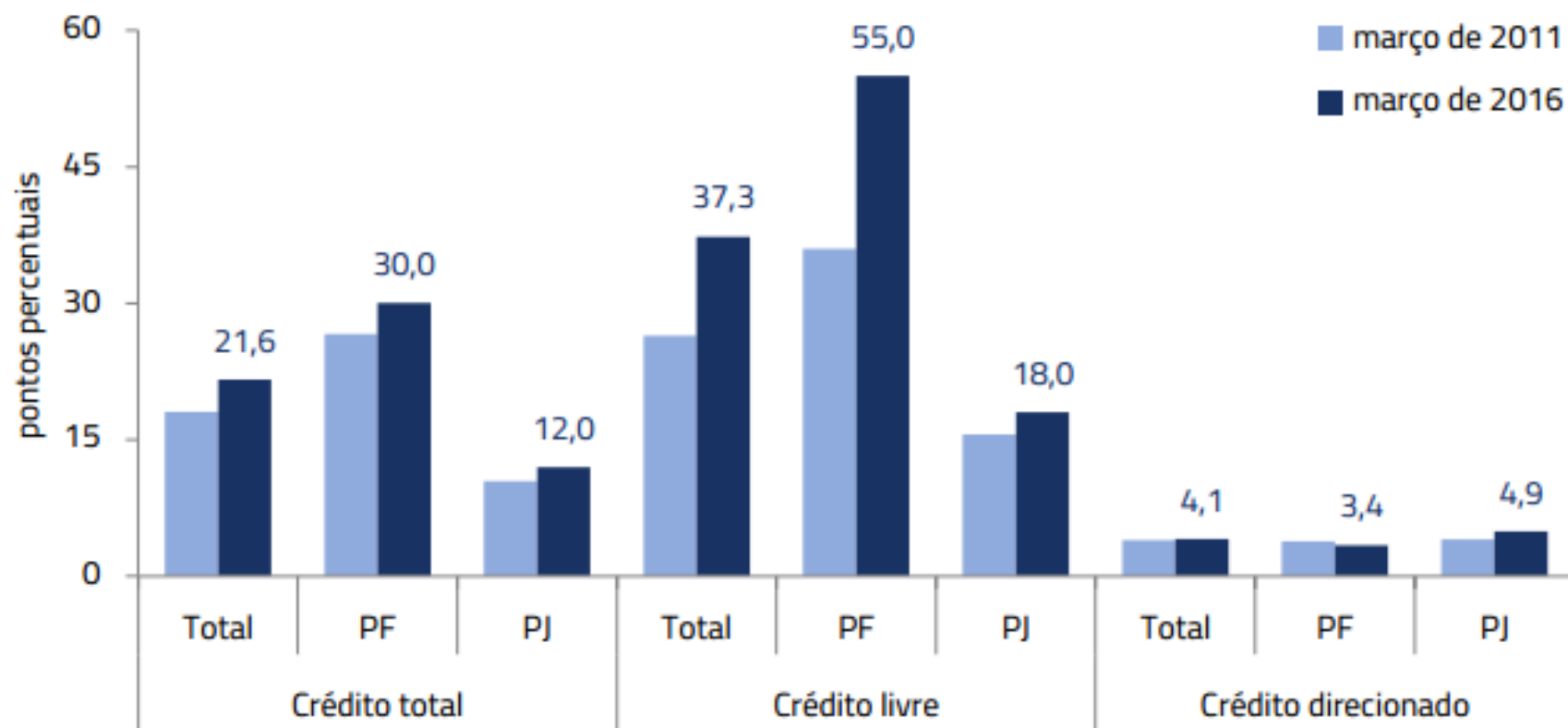
\* Juros Reais ex-ante: razão CDI/IPCA esperada 12 meses à frente com base nos contratos de swap DI-Pré e na mediana Focus para o IPCA.

\*\* Juros Reais ex-post: razão CDI/IPCA efetivamente observada acumulada 12 meses para trás.

# Explicações para o crédito caro

- Reduzida poupança
  - previdência e pensão por morte generosos no Brasil
  - elevação do investimento → sem + poupança
- Remuneração dos títulos públicos elevada e baixo risco → *crowding out*
- Inadimplência elevada
  - sistema institucional e jurídico protege o devedor
  - não reconhecimento de garantias
  - processo de execução extremamente longo
- Incerteza relacionada à instabilidade econômica
- *Spread* da intermediação financeira bancária

**Gráfico 2 - Spread Bancário – por Tipo de Recurso e Tomador (março de 2011 X março de 2016)**

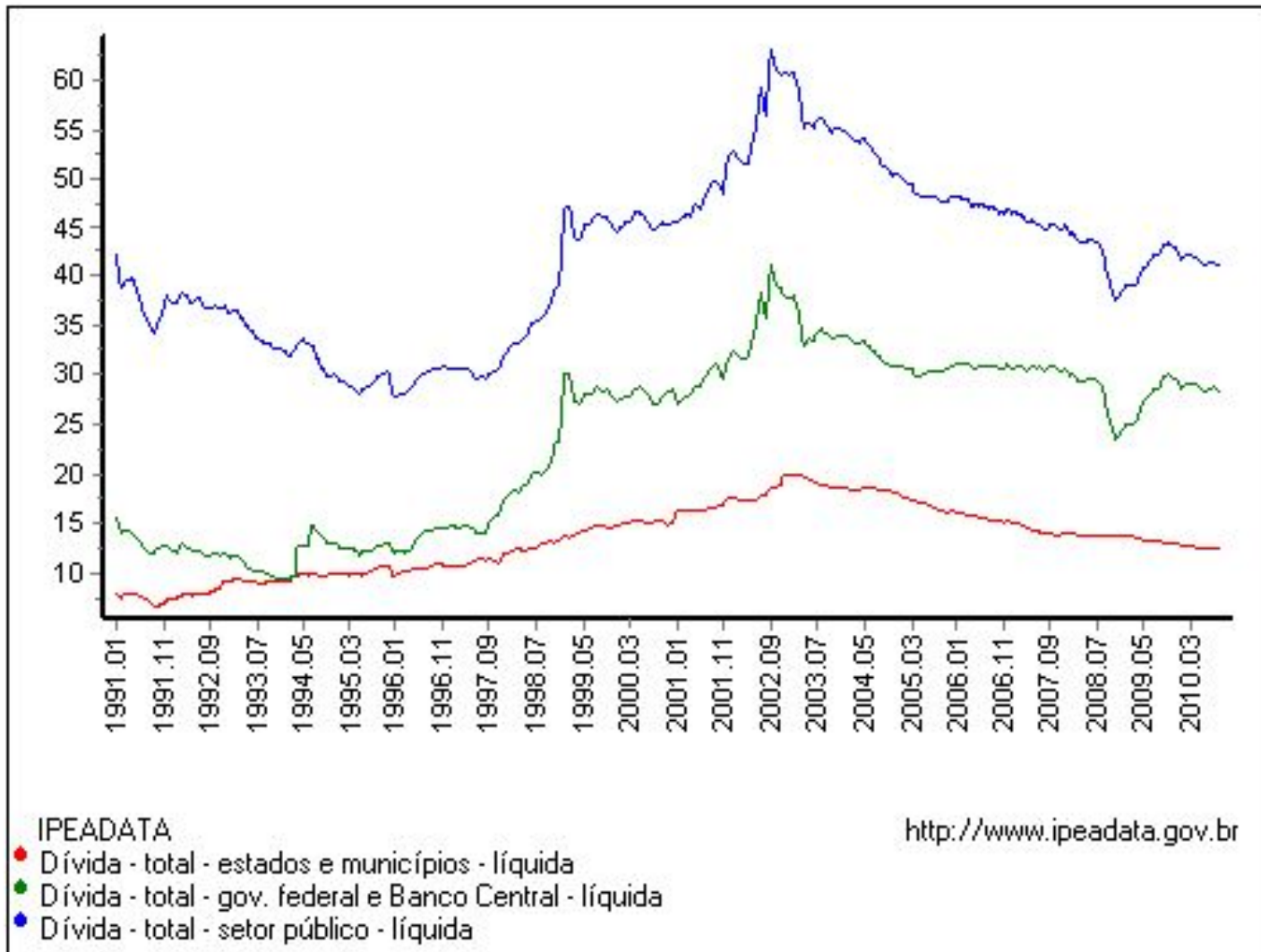


Fontes: BCB, SGS 20783, 20785, 20784, 20786, 20809, 20787, 20825, 20837 e 20826 (na ordem em que aparecem no gráfico, da esquerda para a direita).

# Dívida Pública e herança inflacionária

- Brasil caloteiro em série: Rogoff e Reinhart  
supressão da correção monetária e Plano Collor
- Dívida elevada e cara
- gasto elevado com juros: 5,4% do PIB em 2009  
Índia calotes e poupança elevada  
dívida de curto prazo e indexada → pressão fiscal do aumento dos juros
- Ainda há potência baixa da política monetária  
nem todo o mercado financeiro é afetado pela SELIC
- Proposta: teto para o gasto do governo

# Dívida total líquida do governo (% PIB)





# Sugestões

- Lastro externo da dívida interna: dação de reservas
- Horizonte maior para o sistema de metas da CMN  
meta de 3% de longo prazo
- Emenda constitucional de estabilidade
- Liberação de aplicações financeiras no exterior
- Juros elevados mantêm brasileiros atrelados ao real
- Crédito direcionado X livre  
direcionado é racionado, mas não é afetado pela política monetária  
aumentar o alcance da Selic: CMN define volume do direcionado
- Preços administrados pouco flexíveis  
30% do IPCA

# **Conjuntura Econômica**

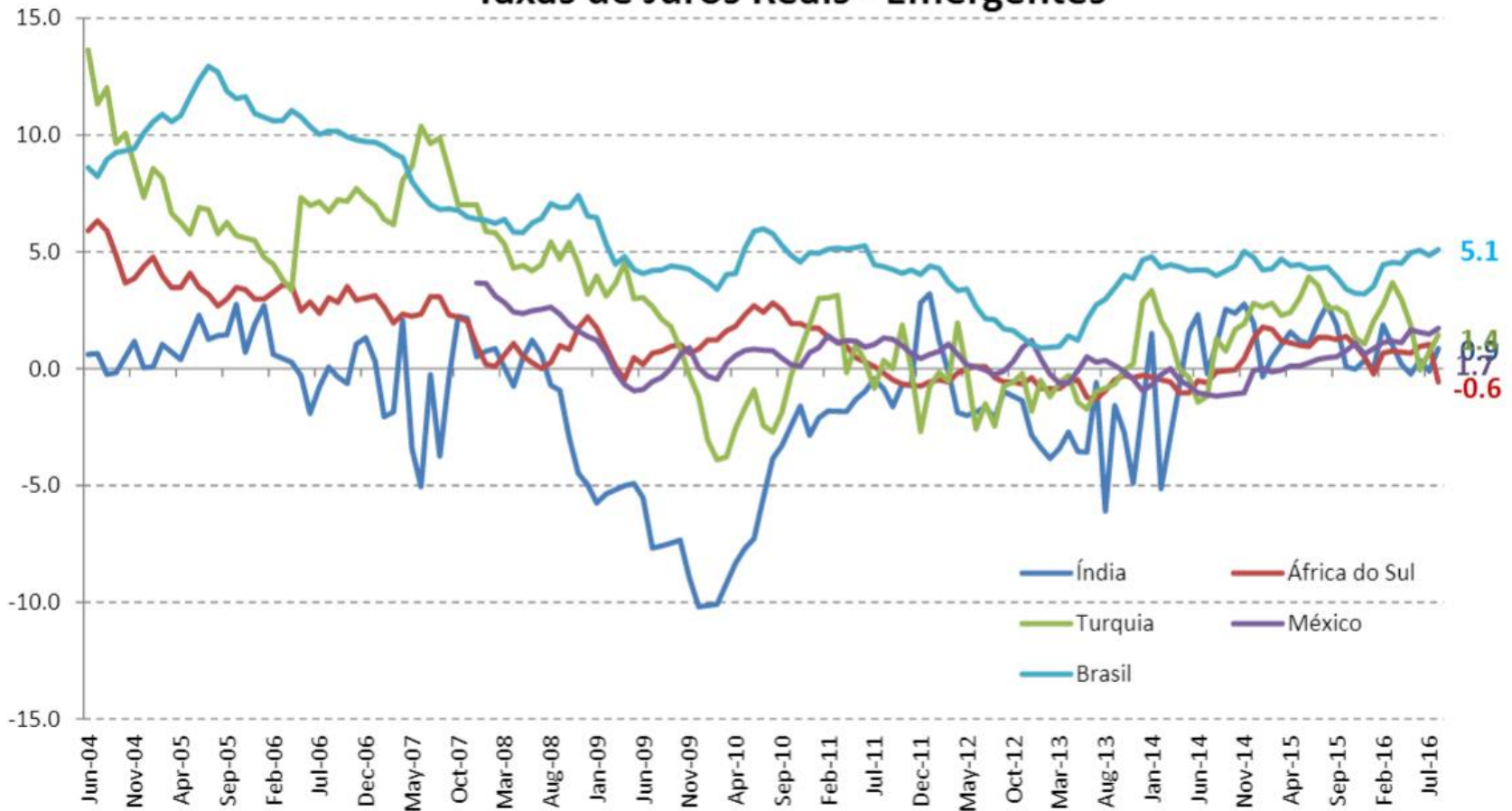
IPEA e Bacen

# Cenário externo

- BCs não mudarão bruscamente a política
- Liquidez internacional continua por algum tempo
- Risco do aumento dos preços do petróleo
- Tempo para corrigir a economia brasileira
- Desvalorização cambial depreciou preços das commodities
  - defasagem câmbio e preços dos tradables
- Não tradables vem deflacionando

# Taxas Reais Overnight Emergentes

## Taxas de Juros Reais - Emergentes



# Retração do crédito e ajuste externo

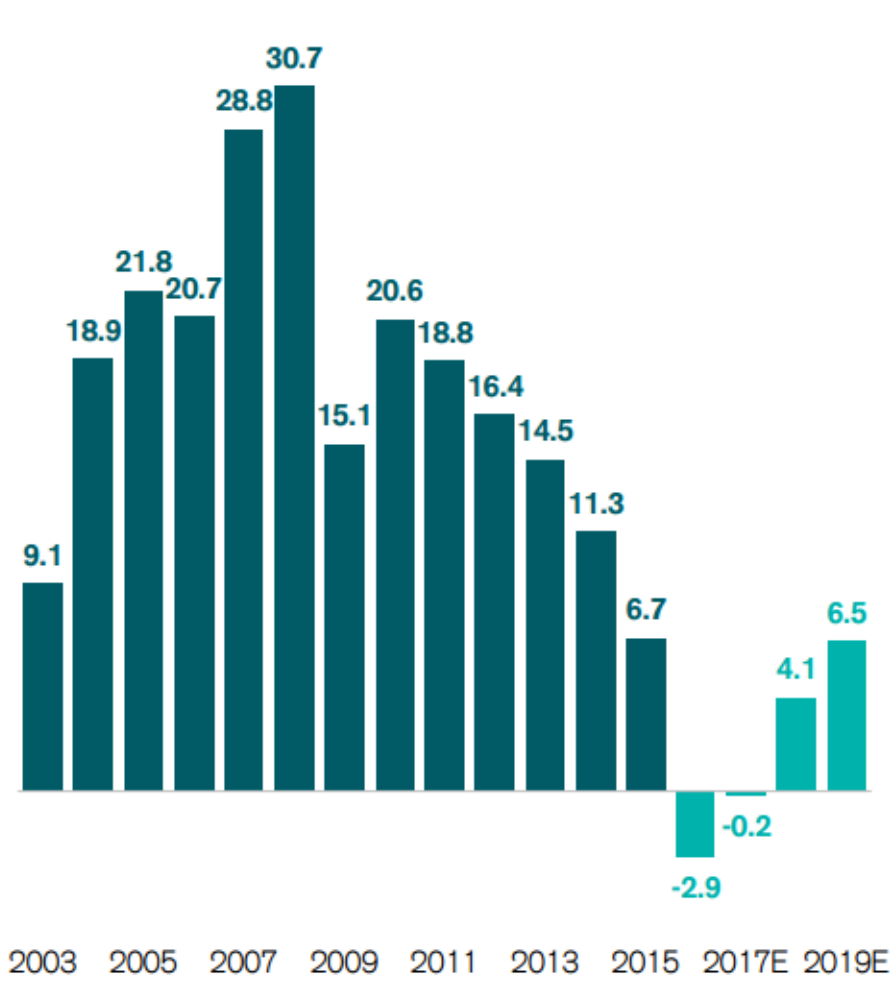
- Crédito/PIB passou de 54% em set./15 para 50,8% em set./16
- Spread bancário cresceu, principalmente para as famílias 32,8 pontos e empresas 11,9

Inadimplência estável

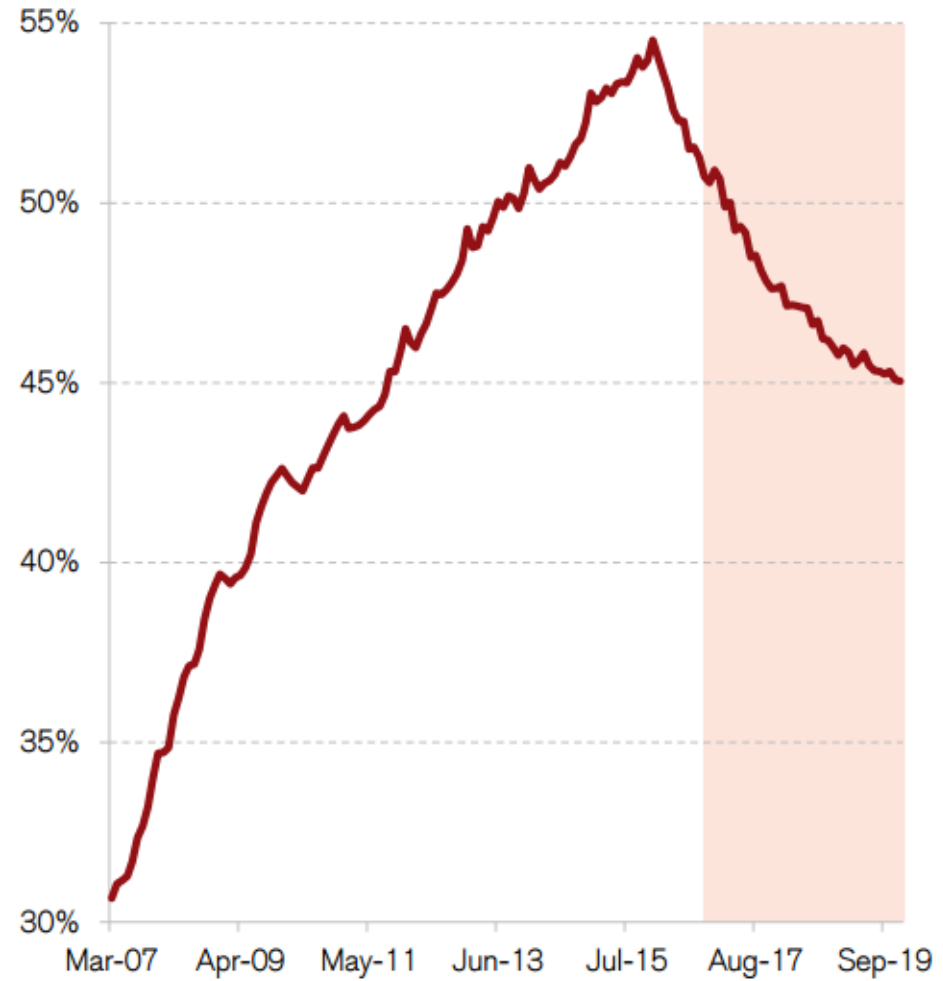
- Expansão monetária continua
- Déficit de conta corrente de 1,3% do PIB de set. de 2015 a 2016
- IDE de set. de 2015 a 2016 de 4,1% do PIB

# Long deleveraging process to limit credit growth

**System's loan growth**  
(% y/y)



**Bank credit to GDP**  
(%)



# Crédito Livre Total: Spread e Inadimplência

Spread Médio (em pp)  
Crédito Livre Total

— Spread Médio Total

— Inadimplência Média Total

Inadimplência (% do total)  
Crédito Livre Total

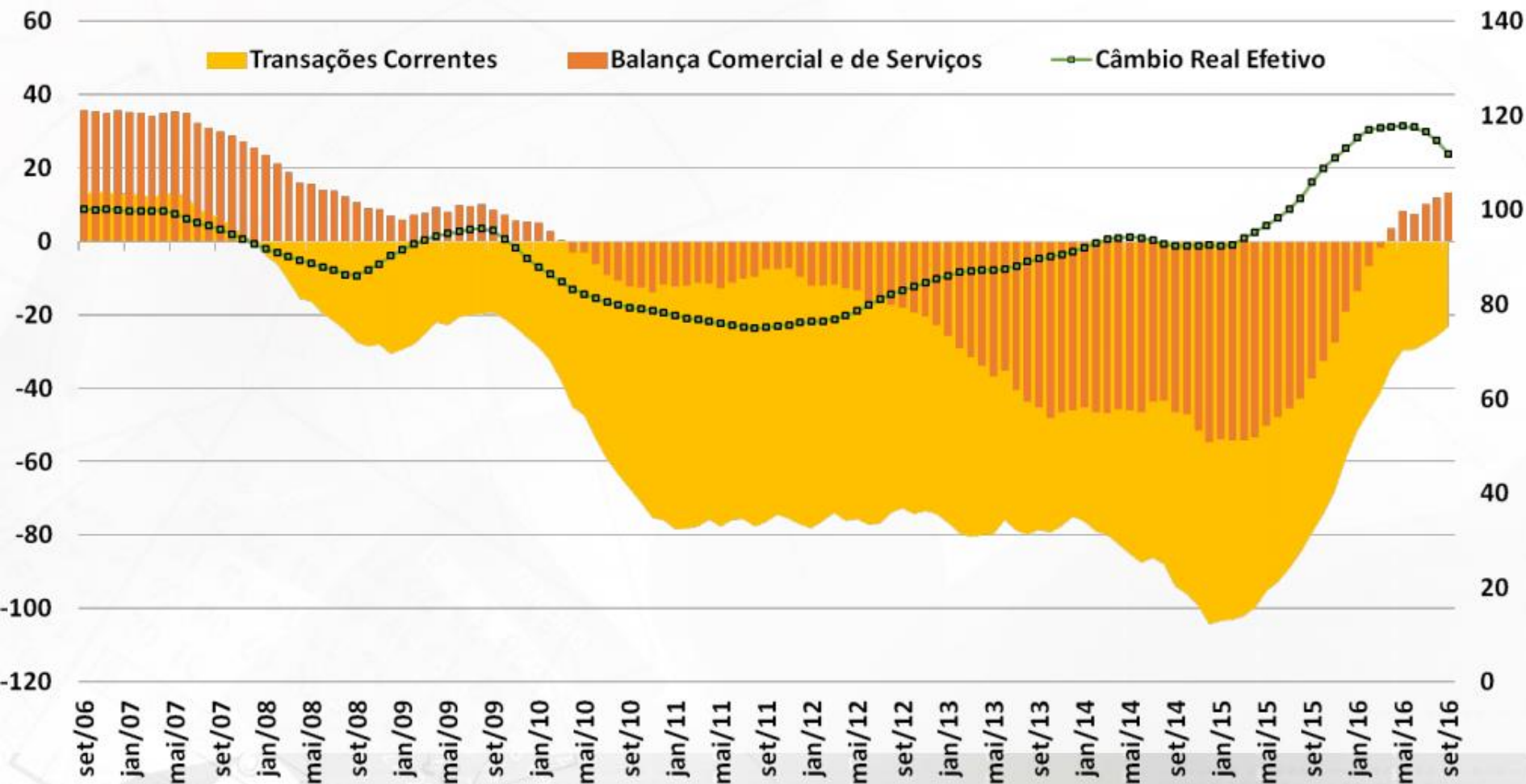


Fonte: BCB.

# Brasil: Câmbio Efetivo Real e Ajuste nas Contas Externas

Saldo em Transações Correntes e  
Saldo da Balança Comercial e de Serviços  
Acum. 12 meses - US\$ bilhões

Câmbio Real Efetivo (IPCA)  
MM12 meses  
2006 = 100

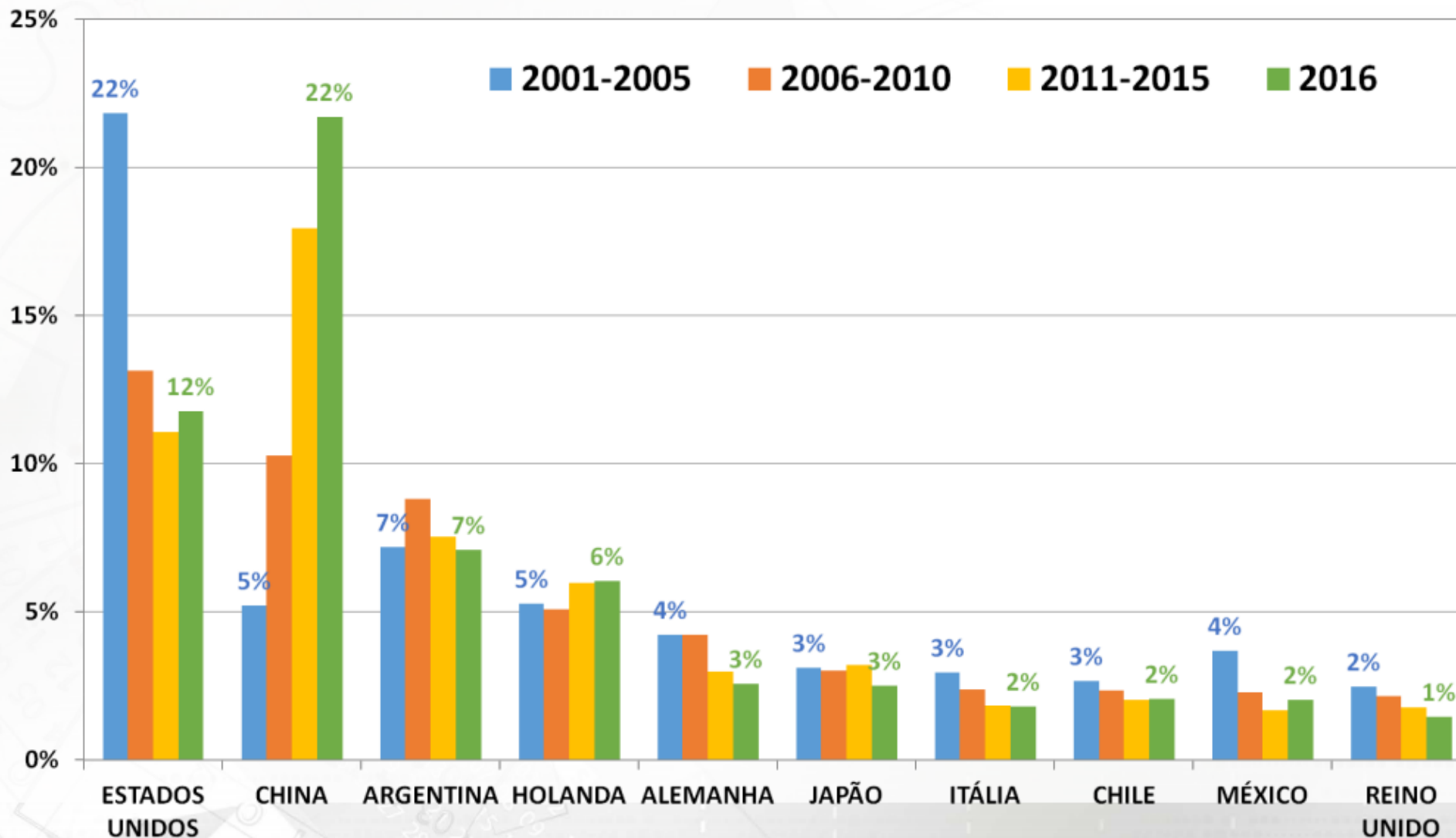


Fonte: BCB.



# Evolução das Exportações Brasileiras por Países de Destino

% do Valor Total Exportado



Fonte: SECEX/MIDC.

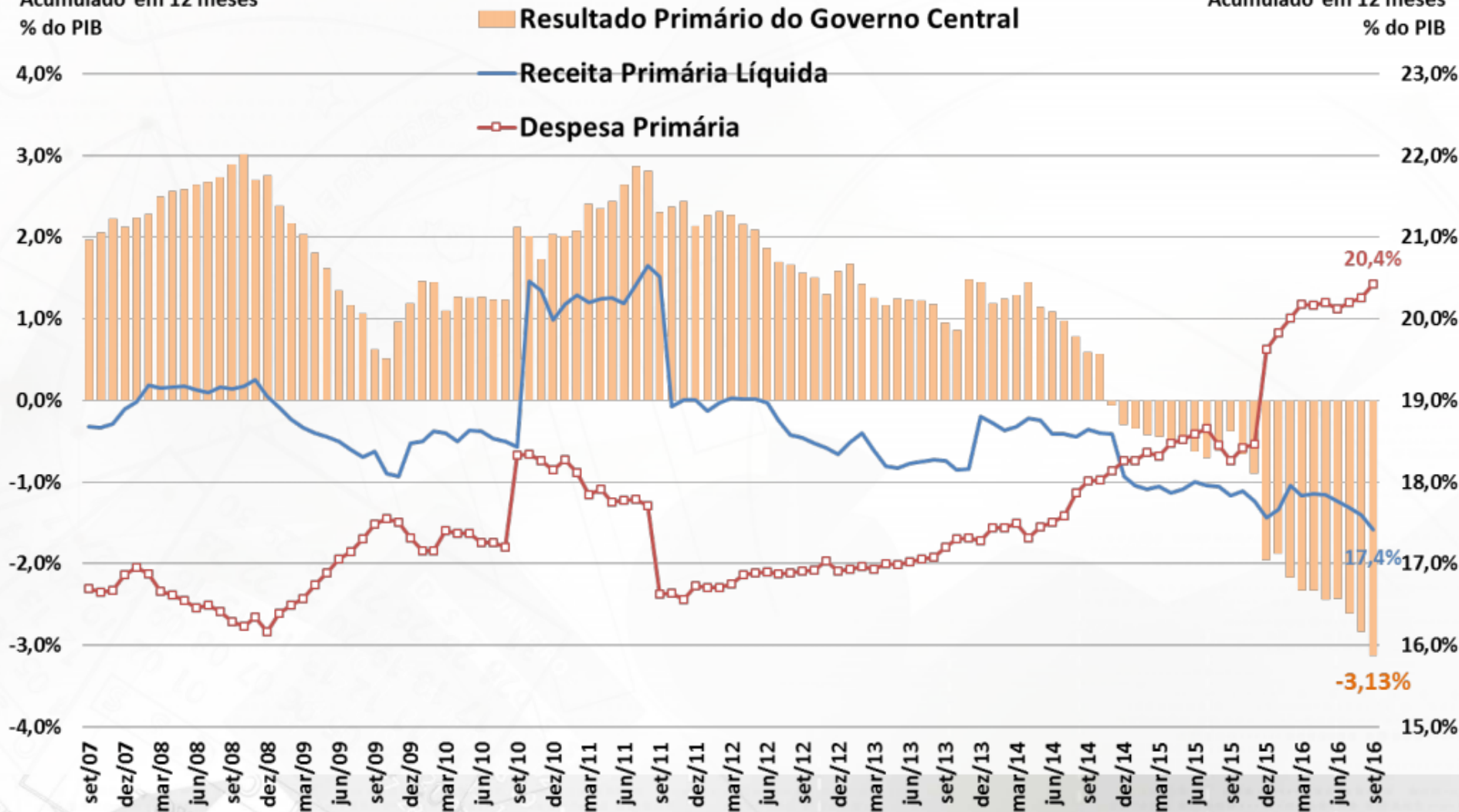
# Questão fiscal

- Déficit primário de 3,08% do PIB em doze meses até set./2016
- Juros nominais de 6,35% do PIB em doze meses até set./2016
- Total de 9,42% PIB até set./2016
- Dívida interna federal de 47,7% do PIB  
Vencimento de 82,2% a partir de 2018
- Dívida bruta do setor público de 70,7% do PIB e a líquida de 44,1% do PIB

# Resultado Primário do Governo Central - % do PIB

Resultado Primário do Governo Central  
Acumulado em 12 meses  
% do PIB

Receita Primária Líquida e Despesa Primária  
Acumulado em 12 meses  
% do PIB



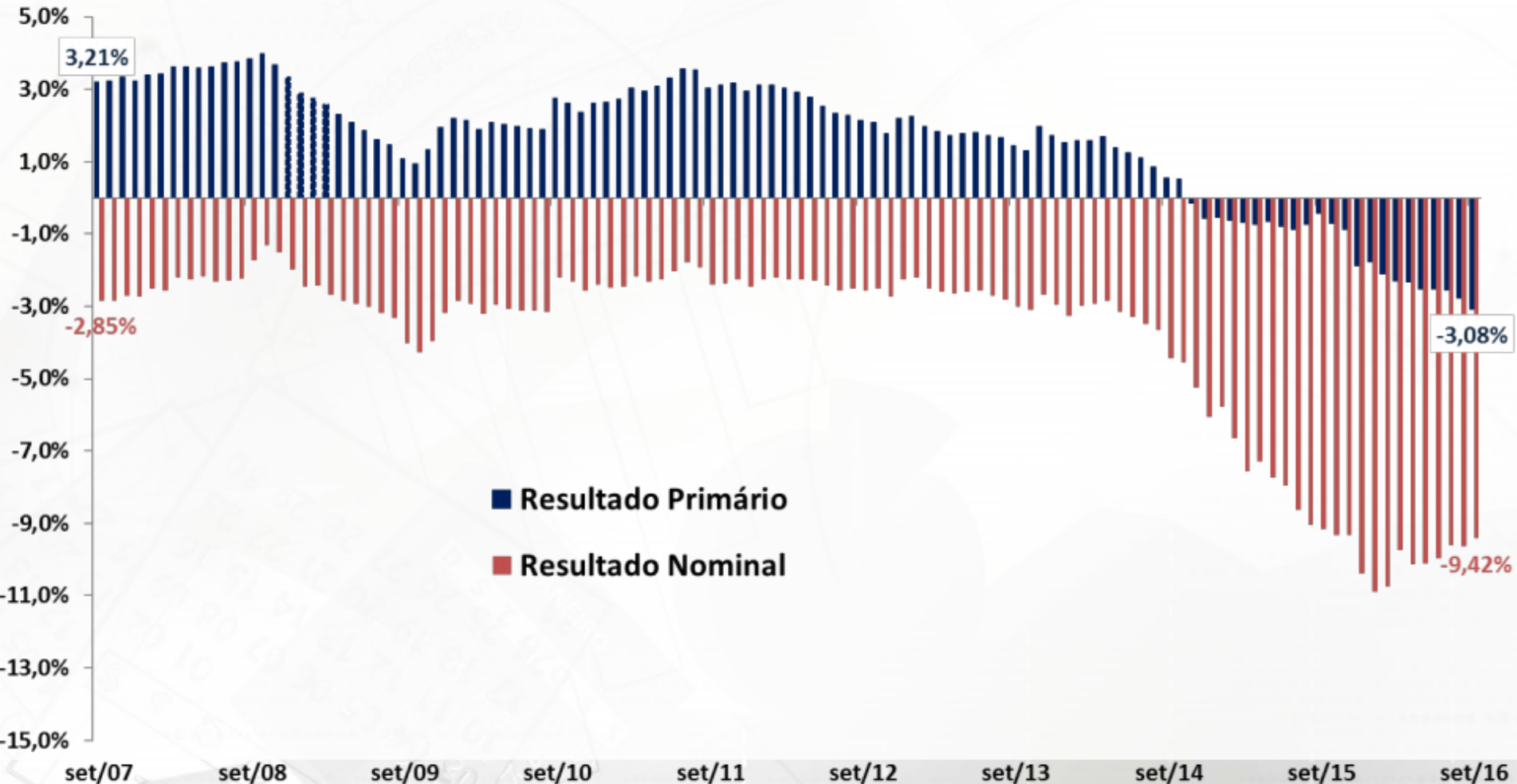
Fonte: BCB e STN/ME.



MINISTÉRIO DO

# Primário e Nominal do Setor Público Consolidado

Resultado Primário e Nominal  
Setor Público Consolidado  
Acum.12 meses - % PIB

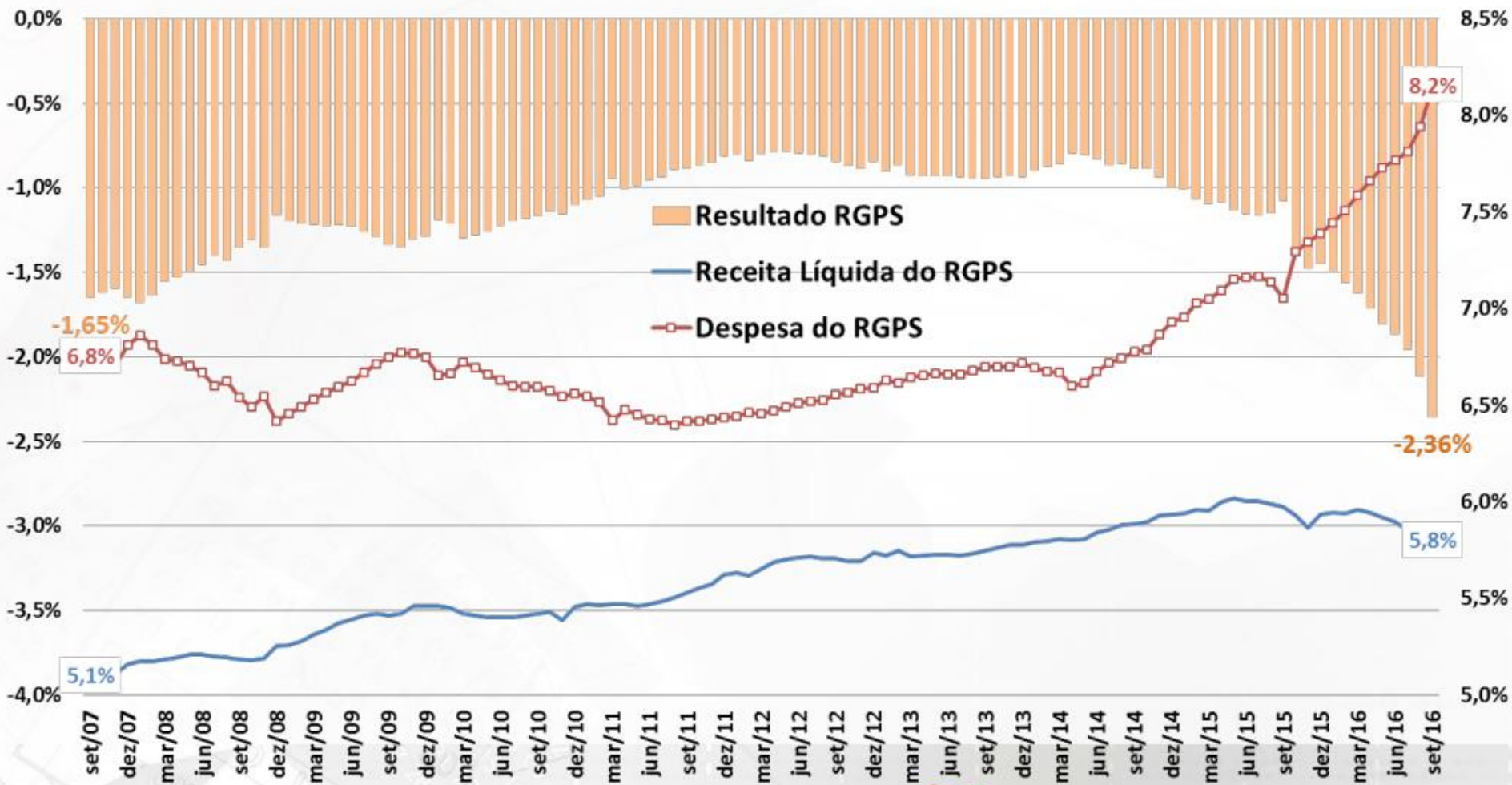


Fonte: BCB.

# Regime Geral da Previdência Social

Resultado Previdência Social  
Acumulado em 12 meses  
% do PIB

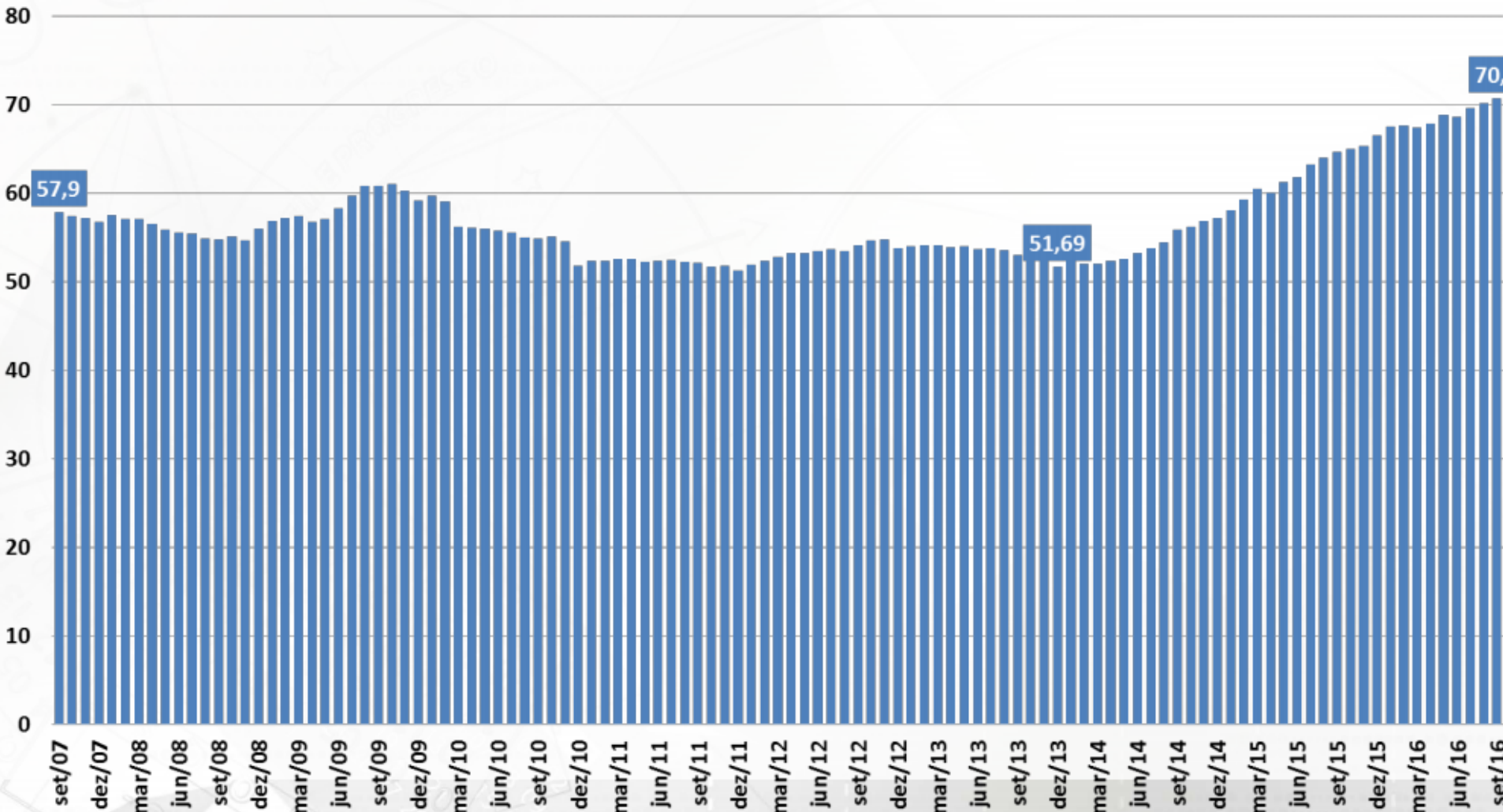
Receita Líquida e Despesa Previdência Social  
Acumulado em 12 meses  
% do PIB



Fonte: BCB e STN/MF.

# Dívida Bruta do Governo Geral

Dívida Bruta do Governo Geral  
% do PIB



Fonte: BCB.

# Crescimento e expectativas

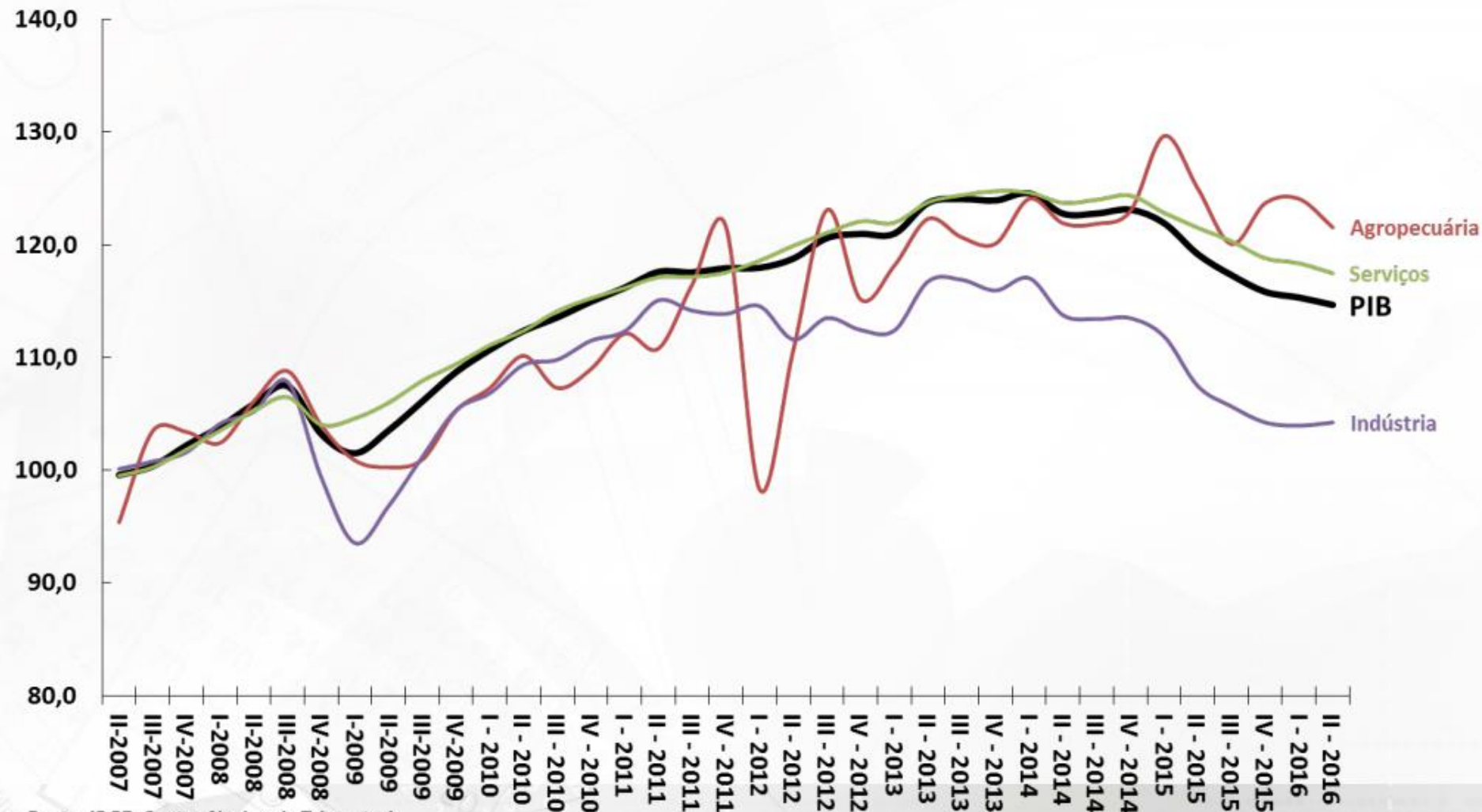
- Grande crise econômica maior nos últimos 70 anos
- Retração maior na indústria
- Retração dos investimentos
- Desemprego elevado e redução da massa salarial
- Expectativa de retração do PIB em 2016 de 3,3%



# PIB trimestral e componentes pelo lado da oferta

Série encadeada do índice de volume trimestral com ajuste sazonal

2007 = 100



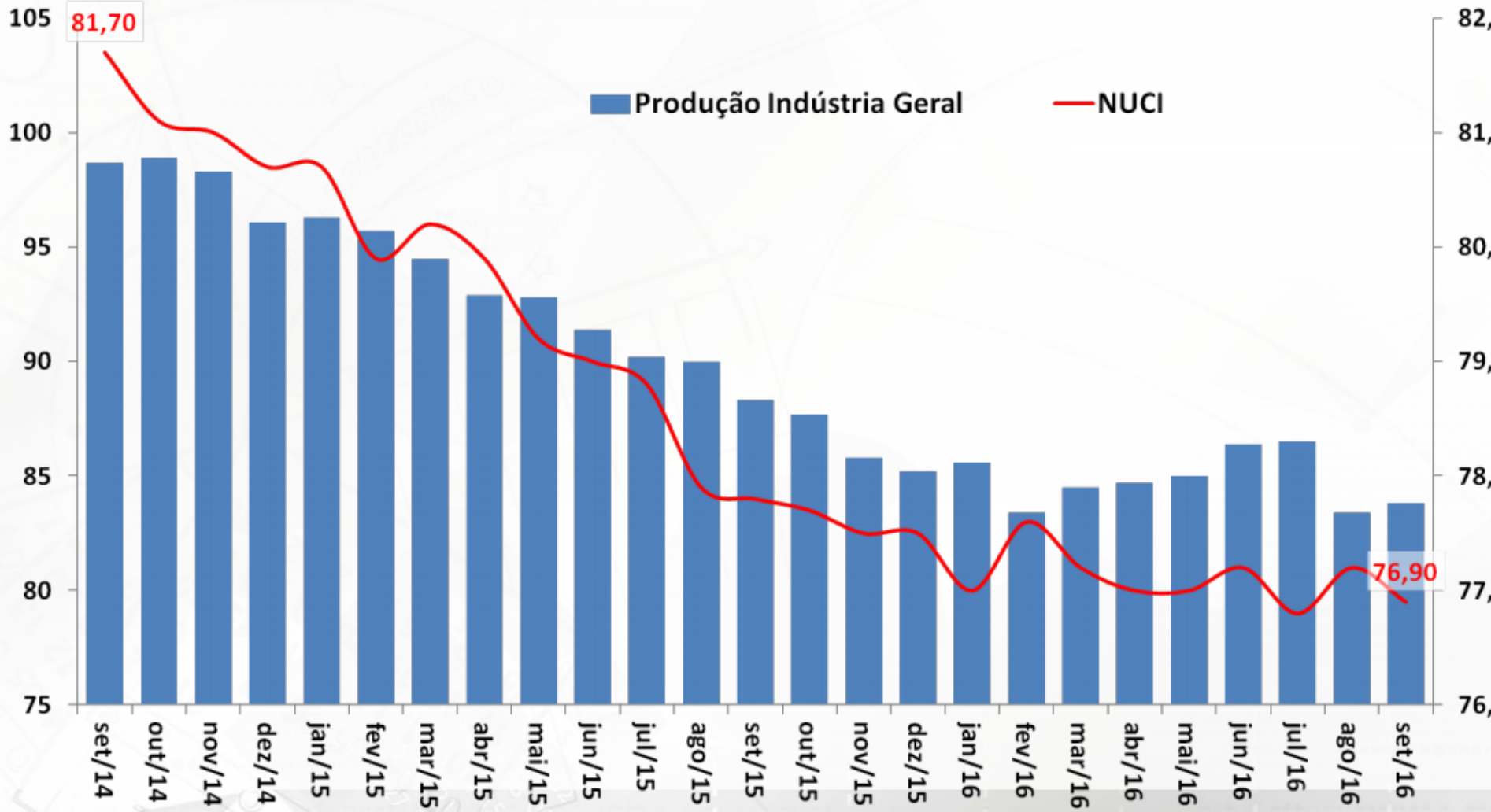
Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais.



# Indústria: Produção e NUCI

Produção Industrial  
Com Ajuste Sazonal (Média 2012=100)

Nível de Utilização da Capacidade Instalada na Indústria  
Com Ajuste Sazonal

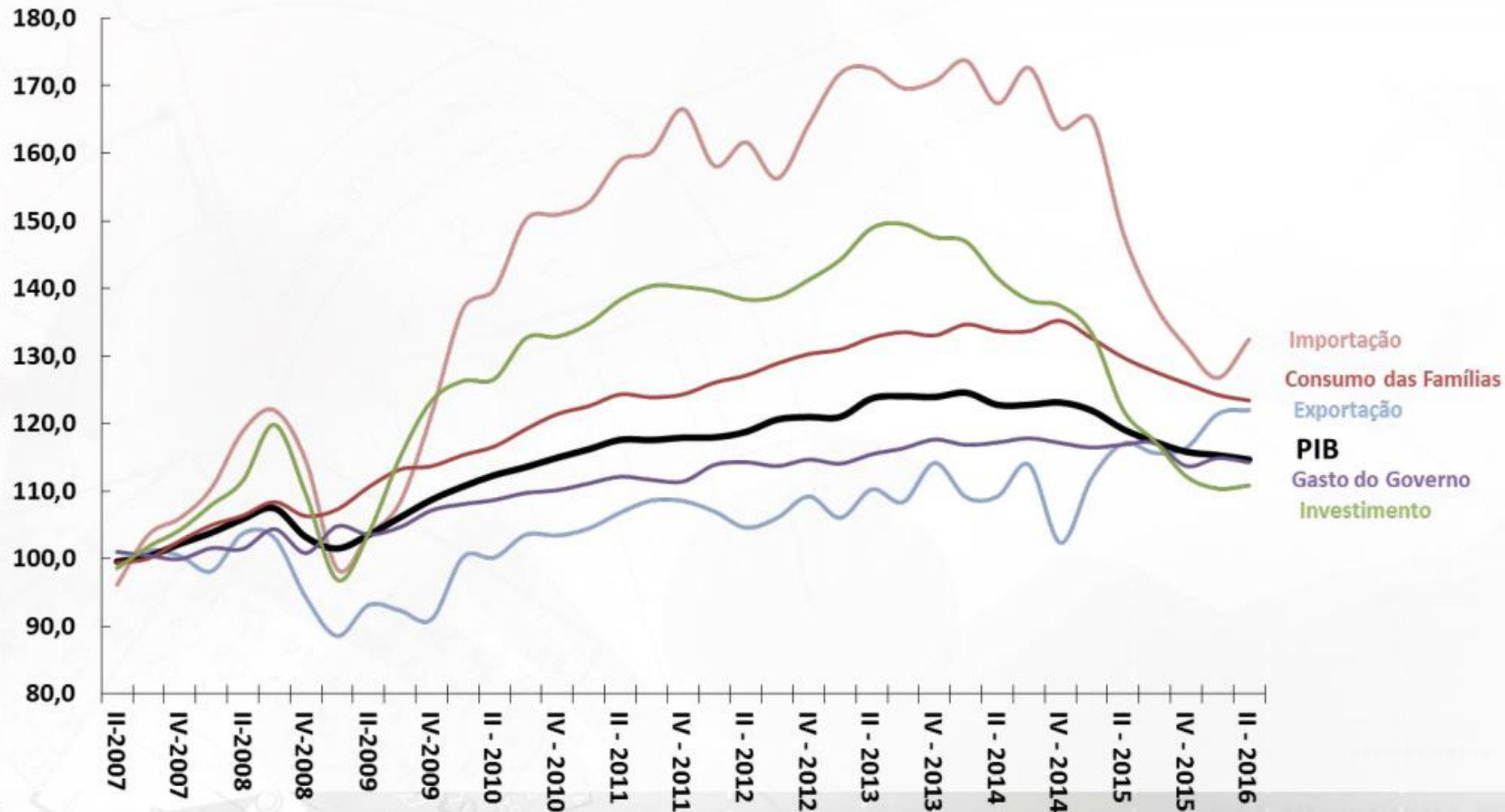


Fonte: IBGE, Pesquisa Industrial Mensal (PIM), e CNI.

# PIB trimestral e componentes pelo lado da demanda

Série encadeada do índice de volume trimestral com ajuste sazonal

2007 = 100

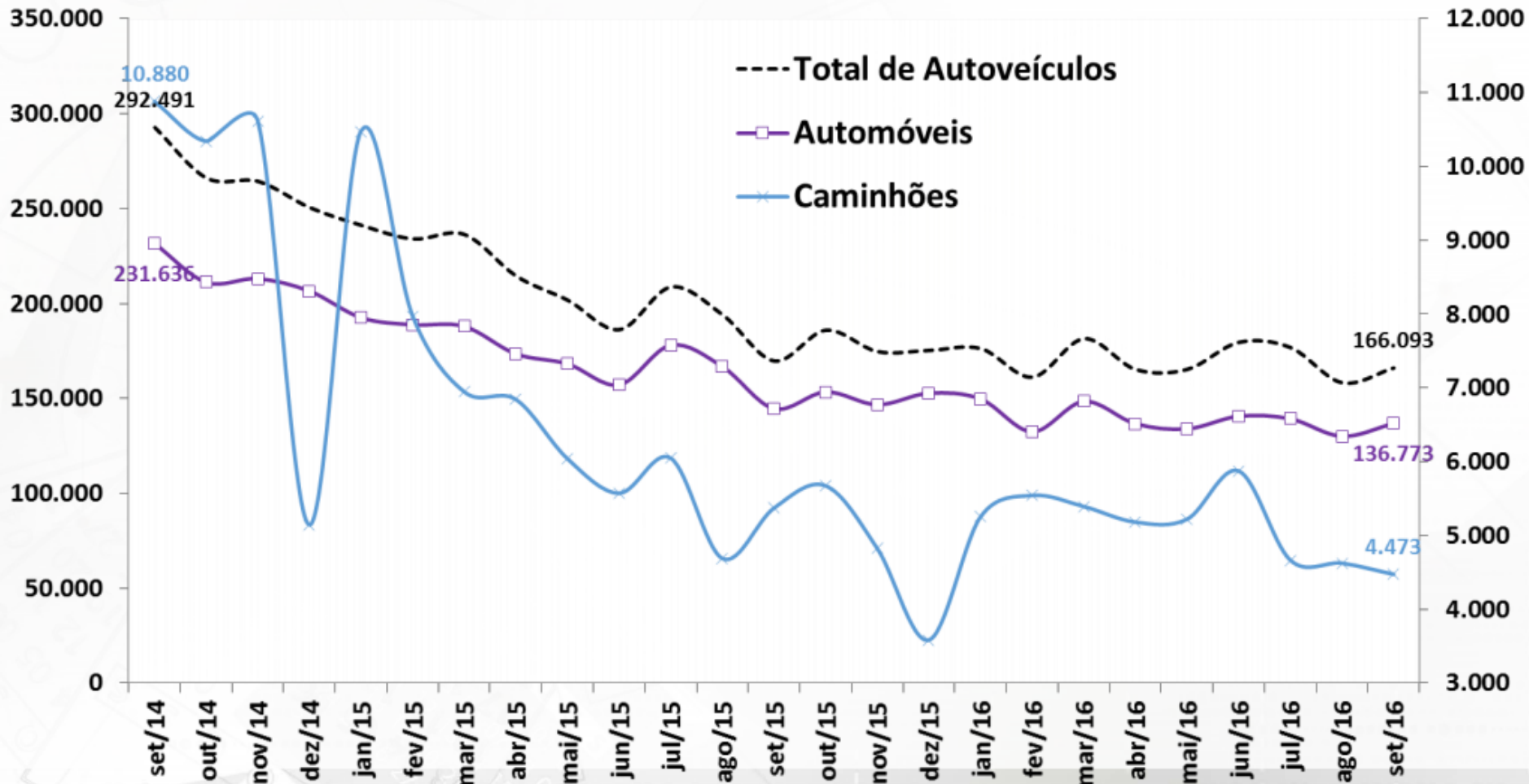


Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais.

# Produção da Indústria Automotiva

Produção Total de Autoveículos  
Em Unidades Produzidas ao Mês  
Dados Com Ajuste Sazonal\*

Produção Caminhões  
Em Unidades Produzidas ao Mês  
Dados Com Ajuste Sazonal\*

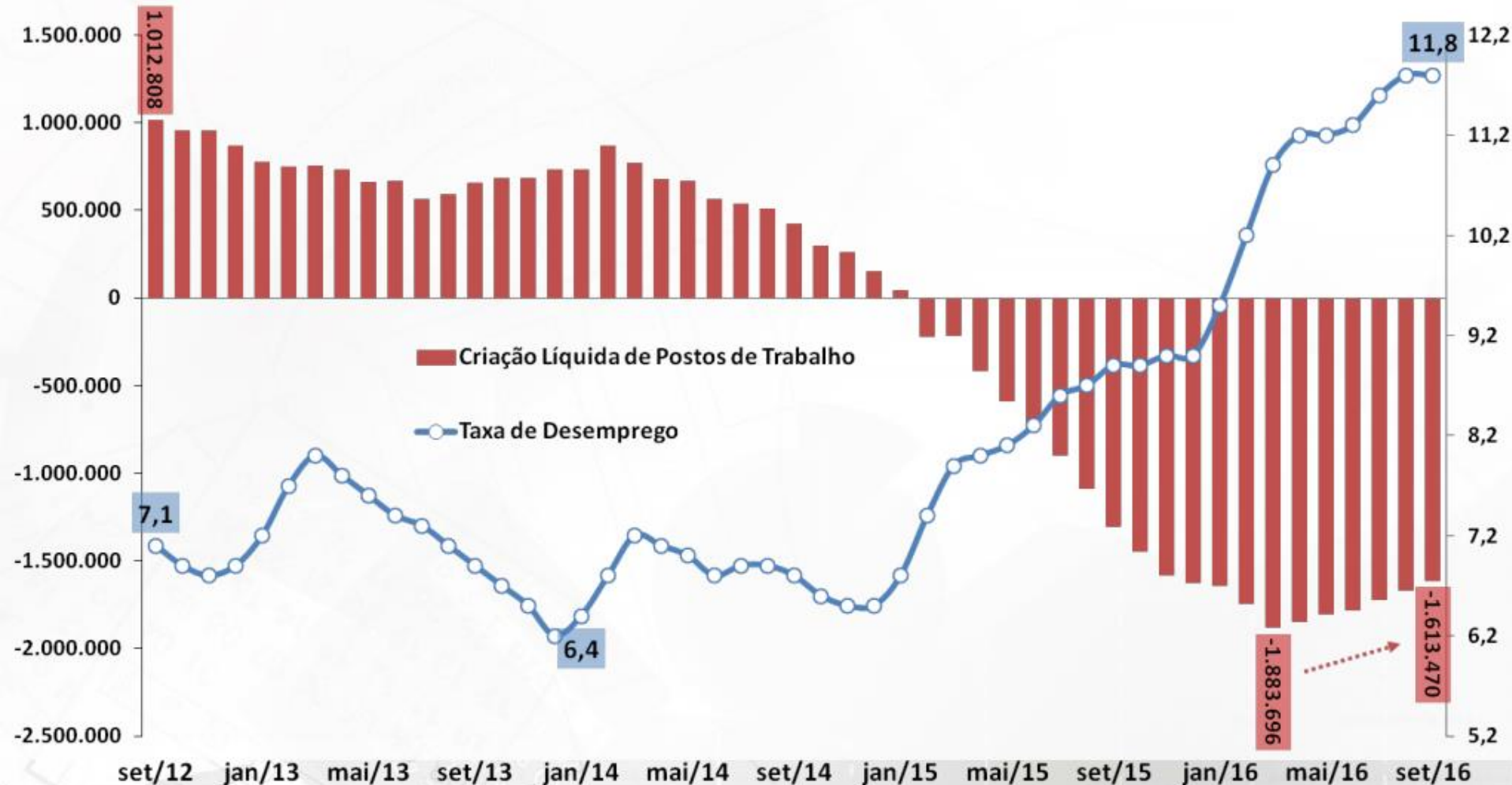


Fonte: ANFAVEA. \* Ajuste sazonal da série: SEPLAN-

# Criação de Emprego Formal e Taxa de Desemprego

Criação Líquida de Postos Formais de Trabalho Acum. em 12 meses (em postos de trabalho)

Taxa de Desemprego % da População Economicamente Ativa (PEA)



Fonte: IBGE-PNAD Contínua e MTE-CAGED.



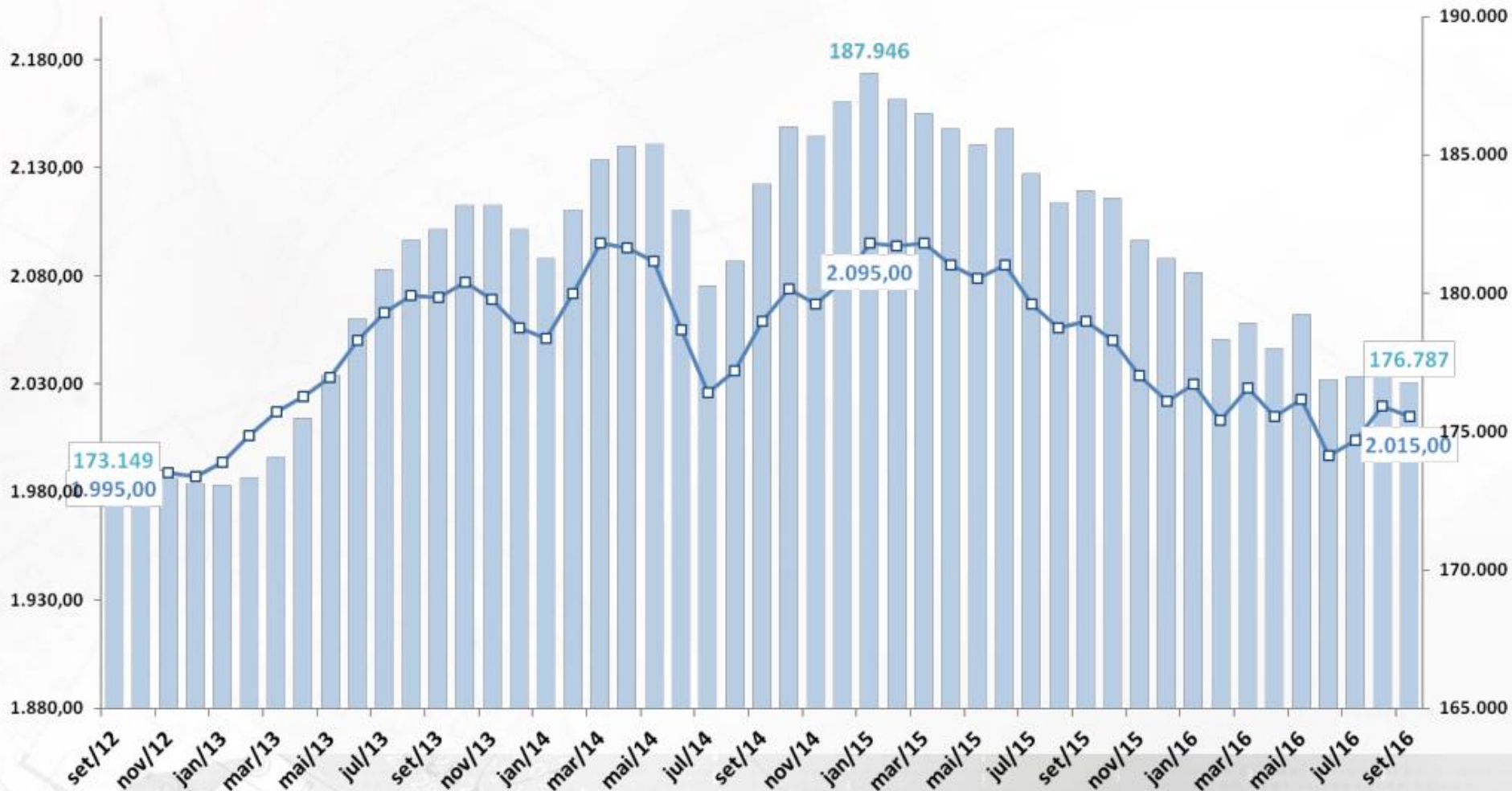
# Renda: Evolução da Massa e do Rendimento Médio

Rendimento médio real habitualmente recebido de todos os trabalhos (R\$)\*

■ Massa de Rendimentos

—□— Rendimento Real Médio

Massa de rendimentos real habitualmente recebida de todos os trabalhos (milhões R\$)\*

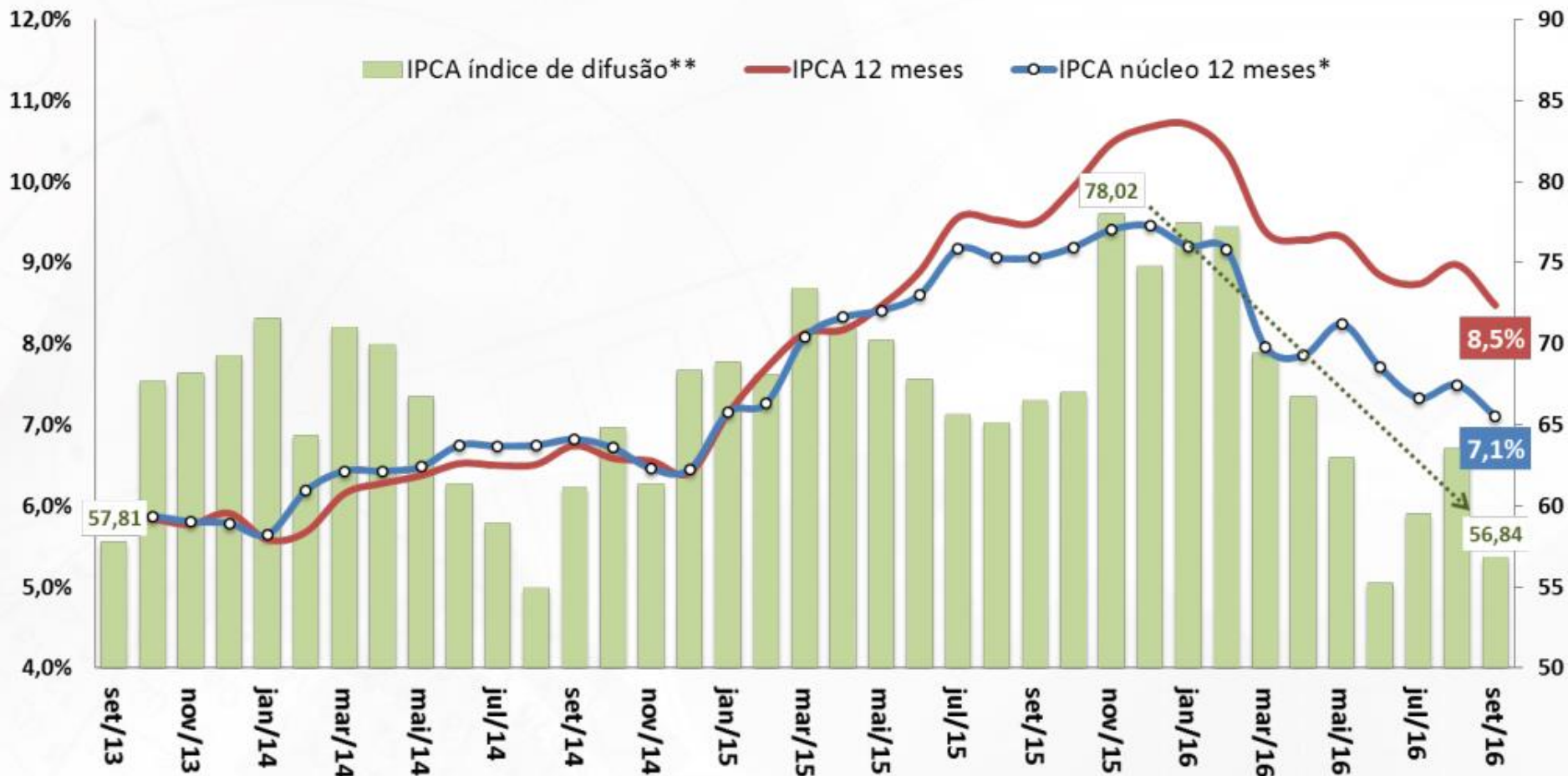


Fonte: IBGE, PNAD Contínua. Nota: \* Valores a preços do último mês.

# IPCA, Núcleo Ex2 e Índice de Difusão

IPCA e Núcleo Ex2  
Em % - acumulado em 12 meses

Índice de Difusão do IPCA  
Em % do total de itens

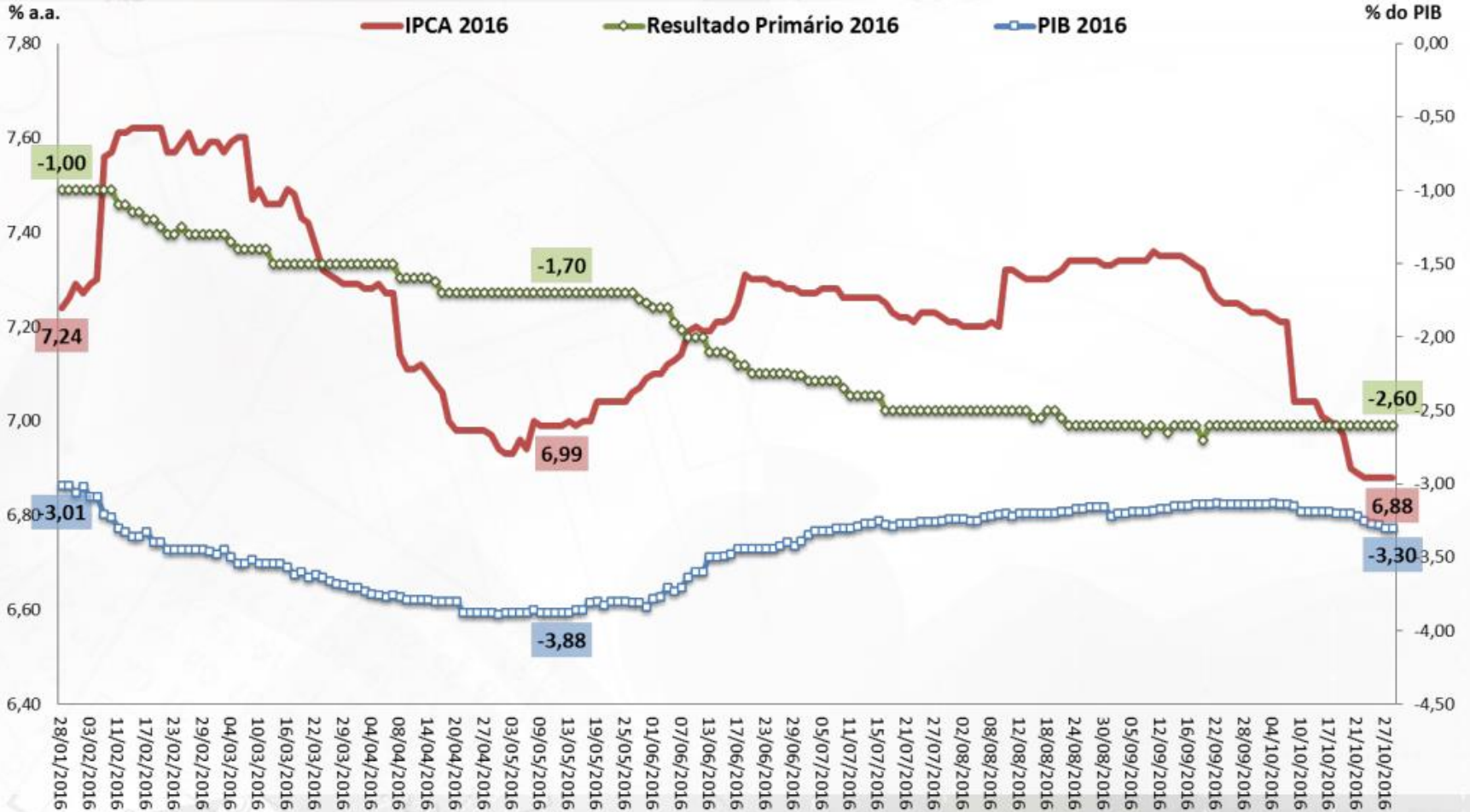


Fonte: IBGE. \*Conceito Ex2 = Exclusão mais refinada, de apenas doze itens, sendo dez pertencem ao grupo Alimentação no Domicílio e dois aos Preços Administrados por Contrato e Monitorados. Os itens excluídos corresponderam, em média, a 16% da cesta do IPCA na amostra utilizada. \*\* Índice de Difusão = Percentual de itens do IPCA com aumento de preços.

# Expectativas de Mercado 2016

Mediana das Expectativas de Mercado  
IPCA de 2016

Mediana das Expectativas de Mercado  
PIB e Superávit Primário de 2016



Fonte: BCB - Focus.

