

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS  
ESCOLA DE DIREITO, NEGÓCIOS E COMUNICAÇÃO  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MATHEUS LUCAS DE OLIVEIRA

**O IMPACTO DO GRAU DE PASS-THROUGH CAMBIAL NA INFLAÇÃO  
BRASILEIRA, DE 2008 A 2015.**

Goiânia  
Dezembro 2022

MATHEUS LUCAS DE OLIVEIRA

**O IMPACTO DO GRAU DE PASS-THROUGH CAMBIAL NA INFLAÇÃO  
BRASILEIRA, DE 2008 A 2015.**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas da Pontifícia Universidade Católica de Goiás como pré-requisito para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Ms. Miguel Rosa dos Santos.

Goiânia  
Dezembro 2022

Matrícula: 2017.2.0021.0042-0

**O IMPACTO DO GRAU DE PASS-THROUGH CAMBIAL NA INFLAÇÃO  
BRASILEIRA, DE 2008 A 2015.**

Monografia apresentada à Banca Examinadora como pré-requisito para conclusão do Curso de Ciências Econômicas da Pontifícia Universidade Católica de Goiás.

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Ms. Miguel Rosa dos Santos  
PRESIDENTE

---

Prof. Ms. Eber Vaz  
MEMBRO

---

Prof. Ms. Wagno Pereira da Costa  
MEMBRO

Data da aprovação: 14/12/2022

Goiânia – GO

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, pela oportunidade educacional. Aos meus familiares, especialmente minha avó, meu pai, irmãos e tios pelo apoio, compreensão e incentivo. Aos meus mestres, que se esforçaram para transferir seus conhecimentos sobretudo nas adversidades causadas pela pandemia. Ao meu orientador, Prof. Ms. Miguel Rosa dos Santos, pelo empenho e paciência. E a todos que de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho.

## **RESUMO**

No período pós-Bretton Woods 1944, a mobilidade de capitais tornou as economias mundiais em geral mais vulneráveis a choques externos e crises cambiais. Com isso, variações cambiais passaram a transmitir seus choques de forma mais intensa para os níveis de preços domésticos, provocando variações na inflação. O processo responsável pela mudança da inflação doméstica decorrente de uma variação cambial é conhecido como pass-through do câmbio para inflação, daí a relevância de se estudar sobre o tema. a presente monografia tem como objetivo: entender a relação pass-through cambial com a Inflação e realizar um referencial teórico extensivo e explicativo sobre o tema e um estudo focado no período de 2008 a 2015 para analisar essa relação pass-through e inflação. Além disso, o quanto o pass-through cambial pode influenciar na inflação nacional?

**Palavras-chaves:** Pass-through; Inflação; Variação Cambial.

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Taxa de Juros Variação Anual (%) – Brasil - 2008 a 2015.....	20
<b>Gráfico 2</b> – Taxa de Inflação Variação Anual (%) – Brasil – 2004 a 2014.....	21
<b>Gráfico 3</b> – Relação Taxa de Câmbio x Inflação (1999-2017) .....	25

## LISTA DE TABELAS

**Tabela 1** - Dados da Inflação e Metas – Brasil – 2008 a 2015.....19

**Tabela 2** - Síntese dos resultados do Pass-Through.....24

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	3
<b>CAPÍTULO 1 – O PASS-TROUGH CAMBIAL E O PLANO REAL</b> .....	5
1.1 - Pass-through Cambial.....	5
1.2 - Plano Real e Implantação do Câmbio Flutuante .....	7
<b>CAPÍTULO 2 – O CONTEXTO POLÍTICO E A INFLAÇÃO</b> .....	9
2.1 - Contexto Político e Econômico 2008 a 2015.....	9
2.1.1 - O Case do Subprime.....	9
2.1.2 - A Crise Brasileira de 2015.....	13
2.2 - Inflação .....	17
<b>CAPÍTULO 3 – A RELAÇÃO DO PASS-THROUGH COM A INFLAÇÃO BRASILEIRA</b> .....	19
3.1 - Impacto do Pass-through para a Inflação Brasileira .....	19
3.2 - Análise dos Resultados.....	24
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	247
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	28



## INTRODUÇÃO

No período pós-Bretton Woods, a mobilidade de capitais tornou as economias mundiais em geral mais vulneráveis a choques externos e crises cambiais. Com isso, variações cambiais passaram a transmitir seus choques de forma mais intensa para os níveis de preços domésticos, provocando variações na inflação. O processo responsável pela mudança da inflação doméstica decorrente de uma variação cambial é conhecido como pass-through do câmbio para inflação, daí a relevância de se estudar sobre o tema.

No Brasil, desde 1999, o país adota o regime de câmbio flutuante, ou seja, o preço da moeda estrangeira oscila determinado por forças do mercado. Ao longo dos anos 2000 presenciamos uma grande instabilidade do real frente ao dólar e sabe-se por meio da teoria econômica que em uma economia cada vez mais globalizada a desvalorização cambial pode ocasionar uma queda no investimento em máquinas de equipamentos importados, aumento do índice de preços dentre outros.

Nos anos após a mudança do regime cambial, somente em 2000 a taxa de câmbio não apresentou grandes flutuações em seu valor ao longo do ano. Por esse motivo, existe em boa parte da população, um certo receio do retorno da inflação, principalmente depois de períodos de grandes variações cambiais, isto é, o surgimento de uma espiral inflacionária causada pelas mudanças na taxa de câmbio e esse trabalho busca estudar mais a fundo sobre essas relações levando em conta justamente por essa importância que seu impacto tem sobre a população.

Ademais, a presente monografia tem como objetivo geral: entender a relação pass-through cambial com a Inflação.

Por outro lado, tem como objetivos específicos: realizar um referencial teórico extensivo e explicativo sobre o tema e um estudo mais focado em algum período importante no contexto político e econômico do Brasil para analisar essa relação pass-through e inflação.

O problema dessa monografia consiste na seguinte questão: o quanto o pass-through cambial pode influenciar na inflação nacional?

A hipótese parte do pressuposto de que em uma economia cada vez mais globalizada as oscilações cambiais geram efeitos cada vez mais diretos na população brasileira, no curto, médio e longo prazo.

Quanto à metodologia, será realizada uma revisão bibliográfica, com uma pesquisa documental e científica, de caráter qualitativa e quantitativa, utilizando para isso, consulta a livros, artigos, teses, dissertações, revistas, sites especializados entre outros. Também serão utilizados os métodos dedutivo e histórico.

Esta monografia contém 3 capítulos. O primeiro capítulo discorre sobre o pass-through Cambial de uma maneira geral e entra na questão do Plano Real e da Implantação do Câmbio Flutuante no Brasil. O segundo abordará o contexto político e econômico do Brasil no período entre 2008 e 2015. No terceiro, será abordado a relação entre o pass-through e a Inflação nacional.

## **CAPÍTULO 1 – O PASS-TROUGH CAMBIAL E O PLANO REAL**

### **1.1 - Pass-through Cambial**

Nos meados de fim dos anos 1960, o tipo de sistema com a taxa de câmbio fixada, conhecida por “Bretton Woods” começou a demonstrar fraqueza. Tudo isso por motivo das dificuldades monetárias internacionais de amplitudes e frequências que não paravam de crescer. Com as taxas de câmbio não sendo ajustadas, conseguindo, de forma simultânea, de equilíbrios interno e externo se tornou um grande desafio para a maioria dos países (Johnson, 1969).

Com o objetivo de resolver tais desequilíbrios, passou-se a discutir a instalação de um sistema de taxas de câmbio flutuantes, ao invés de um sistema de taxas fixas, o que seria uma maneira de se resolver a questão dos desequilíbrios interno e externo (Johnson, 1969).

Já nos meados dos anos 1970, países como Canadá (1970) e Inglaterra (1972) já implantavam o regime de taxa de câmbio flutuante (Levich, 1983). Em 1973, logo depois de um ciclo de especulações contra o dólar, as autoridades monetárias dos grandes países industrializados implantaram o sistema de taxas de câmbio flutuantes, o que se entendia como uma ferramenta temporária e emergencial. Entretanto, tal regime é utilizado pela maioria deles até os dias atuais. Desde esse momento, as taxas câmbio das grandes moedas do mundo portaram-se de acordo com os movimentos entre oferta e demanda nos mercados de câmbio. Com isso, cresceu o interesse sobre a análise dos impactos da mudança do regime de taxa de câmbio de fixa para a flutuante.

Por esse motivo, estudos relacionados aos impactos de mudanças nas taxas de câmbio sobre os níveis de preços domésticos ganharam força e impacto. Com essas taxas sendo determinadas pela força dos mercados, estas se tornaram mais vulneráveis de acordo com as flutuações no sentido de apreciação ou depreciação cambial. Uma ocorrência que agrava a questão é o fato de que, nas décadas anteriores à 1990, os fluxos internacionais de capital aumentaram de maneira acentuadas, principalmente o especulativo (Plihon, 1995).

Desse modo, graças ao processo de globalização financeira, as flutuações no mercado financeiro internacional acabam por causar movimentos

especulativos de capital contra as moedas domésticas (Andrade, Divino e Silva, 1999).

Com o crescimento das variações cambiais crescem também as variações na inflação. Estados Unidos, Japão e Itália uniram-se ao Canadá e Inglaterra deixando a flutuação independente entre suas moedas. França, Alemanha e mais seis países da Europa Setentrional deixaram que suas moedas flutuassem de forma conjunta.

O processo que se responsabiliza pela alteração da inflação doméstica por causa de uma alternância da taxa de câmbio é chamado, na teoria da economia, de pass-through e chamou atenção e impacto desde quando foi adotado o regime de taxas de câmbio flutuantes por muitos países industrializados. De acordo com Goldberg e Knetter (1997) seu conceito é definido por: a mudança percentual em moeda corrente dos preços dos produtos importados resultante da mudança de um ponto percentual entre a taxa de câmbio dos países exportadores e importadores.

Dessa maneira, as movimentações da taxa de câmbio têm impacto direto sobre os valores das mercadorias importadas ao adentrarem nos países, assim como os preços das mercadorias que saem. As alternâncias nos preços das mercadorias importadas e exportadas são passadas aos níveis de preços domésticos, ou seja, taxas de inflação domésticas. Contudo, os preços das importadas, sejam elas mercadorias finais ou intermediárias, também podem passar por um processo de transmissão parcial/completo de pass-through.

Diversas obras têm mostrado que o percentual de alternância no preço das importadas é menor que as da taxa de câmbio (Gron e Swenson, 1996). De acordo com Dornbusch (1987-A), têm dois tipos de preços ligados à literatura de economia aberta. Um deles é definido pela lei do preço único e o outro é ligado com as falhas de mercado, como a organização dos mercados, causadores da demora no ajustamento dos preços no pequeno período de prazo.

Já para Fisher (1989), mais um motivo de grande relevância para o modelo de preços em uma economia aberta é a forma de taxa de câmbio utilizado pelo país, seja ele fixo ou flutuante.

Dessa maneira, os estudos que se apoiam os pass-through são a base teórica da taxa de câmbio, do comércio dos bens, em particular na lei do preço

único e a paridade poder de compra e ainda a base teórica de defeitos no mercado, ligada à concorrência perfeita e imperfeita.

## **1.2 - Plano Real e a Implantação do Câmbio Flutuante**

Em dezembro de 1993, a base do Plano Real foi revelada. Tratava-se de um programa de estabilização pré-anunciado em três etapas. O primeiro estágio seria equilibrar o orçamento; no segundo, seria introduzida uma unidade de conta estável a fim de igualar os preços relativos mais determinantes da economia; no último estágio seria estabelecida a conversão dessa unidade de conta na nova moeda do país, isso a uma taxa de paridade semifixa ao dólar (Bacha, 1995).

A fim de chegar no primeiro estágio e atingir o equilíbrio do orçamento federal, realizou-se cortes na proposta orçamentária do ano de 1994, surgindo assim o Fundo Social de Emergência, que teve 15% da receita fiscal, o que ajudou a fazer uma correção fiscal temporária. Também foi anunciado que se aumentaria, de forma coletiva, os impostos em 5%. Além disso, tiveram reduções nos investimentos públicos, em gastos com pessoal e em empresas estatais (Baer, 2003).

O grande foco da primeira etapa era mostrar a eficiência do governo federal em realizar as despesas orçadas, sem precisar utilizar a receita ganha pela inflação. De acordo com Bacha (1995, p.8):

“O orçamento federal era aprovado com um grande déficit, mas, como as despesas eram fixadas em termos nominais enquanto os impostos eram indexados aos níveis de preços, a inflação contribuía para fechar o hiato entre despesas e receitas”.

No segundo estágio surgiu uma unidade de conta que seria estável a fim de igualar os preços relativos fundamentais da economia. Com esse intuito, em 1994, começou a valer a Unidade Real de Valor, que tinha a paridade cambial máxima de 1 para 1 com o dólar (BACHA, 1995).

A Unidade Real de Valor deixou a conversão dos contratos em uma unidade de conta estável. Desse modo, os contratos da economia beneficiaram-se da indexação. A fim de conseguir ajustá-los, seria definido 3 índices de preços que fossem muito conhecidos na economia. O que manteria a paridade com o dólar americano (BACHA, 1995).

Com a Unidade Real de Valor e a igualdade dos preços relativos, evitou-se que se tivesse enfraquecimento no ajuste dos preços, o que acabou por evitar pressões inflacionárias a mais. De acordo com Bacha (1995, p.9), “o mecanismo de indexação defasada fornecia o chamado componente inercial de inflação brasileira, distinto do componente estrutural associado ao déficit operacional ex-ante do orçamento federal”.

A terceira etapa começou a vigorar em julho do mesmo ano. Nesse momento, a Unidade Real de Valor foi transformada na moeda vigente do país, surgindo o real. O governo alinhou o valor de conversão entre o cruzeiro real e o real, assim como o valor máximo da taxa de câmbio de um para um com o dólar.

A fim de deixar a paridade, o Bacen prestou o compromisso de vender dólares sempre que seu valor chegasse em R\$ 1,00, entretanto não foi criada a obrigação em se meter quando a situação fosse de queda (Bacha, 1995).

Depois da determinação da taxa de câmbio, o governo deixou que a flutuação fosse livre, isso ocasionou na valorização do Real logo no começo. O alto influxo de capital de fora, chamados pelas altas taxas de juros, ajudou para que a moeda continuasse valorizada por um longo período. Essa valorização atingia a necessidade das autoridades monetárias, que a utilizava para deixar os preços estáveis. Esse mecanismo ficou conhecido como âncora cambial e se manteve até ao final dos anos de 1990.

Com esse câmbio em alta, os produtos importados ficaram mais em conta, e, junto com a elevação da abertura econômica com início em 1990, elevou a participação de produtos de fora do país no consumo do Brasil. Com essa alta da concorrência entre esses produtos, por conta da entrada dos importados, fez com que as altas de preço viessem a ser mais amenos (Bacha, 1995).

## **CAPÍTULO 2 – O CONTEXTO POLÍTICO E A INFLAÇÃO**

### **2.1 - Contexto Político e Econômico de 2008 a 2015**

#### **2.1.1 - O Case do Subprime**

Como apresentado anteriormente, a presente monografia aborda o tema na linha temporal de 2008, por conta do case subprime nos EUA e seus impactos nas políticas monetárias e crise inflacionária, à 2015, por conta do Impeachment da então Presidenta do Brasil, Dilma Rousseff e a crise financeira da época.

O ano de 2008 foi conhecido como o ano que marca uma grande crise imobiliária nos Estados Unidos, chamada como a Crise do Subprime. Nesta época o país estava com uma procura muito leve por imóveis. Além disso, os preços estavam caindo por conta das subidas dos juros nos financiamentos, elevada inadimplência, não sendo possível o refinanciamento e sem dinheiro saindo do mercado secundário para que se fornecessem novos financiamentos no mercado primário, que juntos instauraram uma crise de crédito (CAMPOS, 2010).

Os preços no mercado imobiliário dos EUA chegaram, no começo de 2005, o patamar mais elevado da história do país, depois de quinze anos de crescimento. Contudo, no ano seguinte, os preços começaram a decair, e que foi aumentando ainda mais esse ritmo no ano de 2008 (CAMPOS, 2010).

O que se previa era que os preços continuariam a se elevar, tendo em vista que era o que estava acontecendo por mais de década e que se acreditavam na infinita força que o sistema imobiliário tem em trazer recursos externos, por meio do mercado secundário, a fim de financiamento de novos imóveis. Essa esperança fez com que muitos comprassem imóveis a fim de investir nisso e, mesmo que tivesse falta de pagamento, os bancos sempre conseguiam revender por um preço mais elevado. Os bancos também diminuía seus perigos vendendo títulos de financiamento a outras instituições financeiras de todo o mundo, e os investidores pegavam esses títulos por terem confiança que os preços sempre aumentariam, acreditavam, portanto, ser um ótimo investimento (CAMPOS, 2010).

De acordo o Centro de Estudos de Habitação de Harvard:

O preço das casas começou a subir muito mais rápido do que a renda. Até mesmo o financiamento Subprime, em que sua performance é pior

do que a prime, foi visto como suficientemente seguro porque os preços das casas estavam se apreciando rapidamente (JOINT CENTER..., 2008, p.19).

Também de acordo com o Centro de Estudos de Habitação de Harvard:

Em 2005, os altos custos dos empréstimos e os exorbitantes preços das casas diminuíram a demanda em alguns mercados. Com os juros dos empréstimos, as taxas de financiamentos cresciam quando os empréstimos Subprime atingiam suas datas de reajustes. Nesse ponto, devedores começaram a ver seus pagamentos mensais aumentarem. (JOINT CENTER..., 2008, p.20).

Em dezembro do fatídico ano, a Case-Shiller index, quem fazia o cálculo dos índices do mercado imobiliário americano, afirmou que a taxa de decrescimento dos preços dos imóveis naquele ano foi a maior da história do país. Assim que os preços dos imóveis começaram a declinar, as instituições financeiras encerraram o investimento em títulos que vinham do mercado de hipotecas. Para tentar reduzir os impactos da perda de fundos, que vinham do mercado secundário, os bancos cresceram a quantidade de financiamentos e, entre 2005 e 2006, teve um crescimento significativo no financiamento chamado como Subprime, tipo de financiamento de risco (CAMPOS, 2010).

Já de acordo com HOLLAND (2008):

Quando [...] os grandes investidores param de comprar novos MBS, tanto privados como das agências, impedindo que os bancos comerciais e as agências se refinanciassem, eles impedem consequentemente que os emprestadores se refinanciem. Com efeito, instaura-se uma crise de crédito. (HOLLAND, 2008, pag.15).

Já no segundo semestre de 2005 começou um crescimento na inadimplência das parcelas de financiamento das casas. O pior cenário acompanhou os reajustes nos juros das parcelas em 2007, estando mais de 1/5 de 3,6 milhões de empréstimos não pagos. O ano de 2008 foi, por tal motivo, apontado como um ano de grande recessão americana, que não só incluiu o mercado imobiliário, como também criou uma bola de neve em toda a economia norte-americana. De acordo com o *National Bureau of Economic Research* a crise teve, de forma oficial, seu começo no último mês de 2007, entretanto, na segunda metade de 2008, mais precisamente em setembro, tiveram grandes e assustadores momentos que apontaram o começo da crise à população em geral, como a falência do *Lehman Brothers* (CAMPOS, 2010).

De acordo com Gary Gorton, economista norte-americano, professor da Yale School of Management e importante na crise do Subprime:



A capacidade de devedores classificados como Subprime e Alt-A de sustentarem seu financiamento depende extremamente da apreciação do preço dos imóveis devido à necessidade de refinanciamento. Quando os preços dos imóveis não se apreciam na mesma extensão ao ano anterior, e em muitas áreas eles recentemente decaíram, a capacidade de devedores refinanciar sua dívida é reduzida. Na verdade, com a crise, as normas de concessão de crédito se tornaram mais difíceis, e muitos credores estão falidos, o que significa que o mercado de financiamentos para esses devedores se refinanciar fechou. (GORTON 2008, p.21).

Por fim, segundo o Centro de Estudos de Habitação de Harvard:

A velocidade e a gravidade da erosão das performances dos financiamentos Subprime tiveram impactos desastrosos sobre a disponibilidade de crédito e de liquidez. Envenenados por perdas e incertos sobre quanto pior as coisas se tornariam, os investidores pararam de comprar títulos de origem hipotecária e tentaram vender os que mantinham em um mercado com pouca demanda. Uma vez isso feito, os preços dos títulos hipotecários caíram bruscamente. Investidores perderam a confiança em alguns fundos de investimento e companhias hipotecárias, e exigiram o pagamento de seus empréstimos a curto prazo. Sem mais credores, muitos fundos de investimento faliram e acabaram com o mercado de Subprime, como também refletiram negativamente nos mercados prime e near-prime (Alt-A). Em particular, o diferencial de juros entre as hipotecas "prime" que podem e não podem ser vendidos para Fannie Mae e Freddie Mac aumentou dramaticamente. Além disso, os empréstimos sem a exigência de documentação e down payment muito baixo desapareceram no final de 2007. (Joint Center for..., 2008, p.20).

Resumindo, no começo de 2005 teve uma alta na procura por imóveis, melhor acesso ao crédito, preços elevados e muito dinheiro advindo da venda de títulos no mercado secundário, o que permitia a liberação de novos financiamentos. No ano de 2008, os EUA tinham pouca procura por imóveis, preços caindo destes altos juros nos financiamentos, elevada falta de pagamentos, não existindo mais a opção de refinanciamento e com a falta de dinheiro que antes vinha do mercado secundário para o fornecimento de novos financiamentos no mercado principal, que somados transformaram numa grande crise de crédito, o Subprime (CAMPOS, 2010).

Consequentemente, a crise se espalhou para o setor financeiro e tomou conta das instituições bancárias de tal maneira que empresas importantes foram fechadas ou vendidas por preço muito abaixo, começando um efeito dominó no mercado financeiro e ocasionando uma pane bancária que dificultou o acesso ao crédito, levando ao fim de investimentos e muitos consumidores a encerrarem as compras. Com as vendas diminuindo, acabou prejudicando também ramos de empresas fora do mundo imobiliário (CAMPOS, 2010).

Como dito anteriormente, o *Lehman Brothers*, quarto maior banco dos EUA, entrou em falência. De acordo com Farhi:

A crise financeira adquiriu contornos sistêmicos a partir da falência do Lehman Brothers em setembro de 2008. Essa falência acarretou a paralisação das operações interbancárias e a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global. (FARHI 2010, pag.16).

A falta de emprego aumentou na crise, passando dos 14% em alguns Estados. Percebeu-se que foi estabelecido um tempo de muita incerteza em que as pessoas não sabiam se seriam mandadas embora ou não de seus empregos, além disso, sem os reajustes nos seus salários. Tal situação demonstra que não apenas as pessoas que os desempregados sofreram com a crise (CAMPOS, 2010).

Como dito, ela afetou outros segmentos da economia. Segundo Carvalho:

Um dos principais sintomas da gravidade da crise norte-americana se manifestou com a travagem do crédito bancário e com ela o agravamento da crise à medida que tal atitude dos bancos bloqueou o crédito pessoal que vinha alimentando a compra dos bens de consumo dos norte-americanos. (CARVALHO 2010, p.11).

Os respingos da crise chegaram no mercado financeiro brasileiro. Os bancos elevaram suas preferências pela liquidez, por causa da incerteza criada, diminuindo a quantidade de crédito entregue e aumentando os *spreads*. Consequentemente, teve grande diminuição em se adquirir bens duráveis e uma queda nos investimentos (TERRA e SILVA, 2010).

A dúvida criada pela crise internacional evidenciou, no fim do ano de 2008, uma crise de liquidez no sistema financeiro nacional. Para salientar tal situação, Mendonça e Deos explica que:

O comportamento dos bancos privados, marcado por uma intensa elevação da preferência pela liquidez, gerou uma paralisação do mercado de crédito, interrompendo subitamente um ciclo de expansão em curso desde 2003. Como consequência, contribuiu para uma diminuição do nível de atividades da economia brasileira no último trimestre de 2008. Além disso, observaram-se quedas nas linhas externas de financiamento ao comércio externo e um aumento nos indicadores de inadimplência. Algumas instituições, especialmente bancos pequenos e médios, passaram a sofrer problemas de liquidez em função de perdas de depósitos e quedas acentuadas dos recursos a elas ofertados no mercado interbancário, criando uma situação conhecida como “empoçamento de liquidez”, que ficou concentrada nas grandes instituições. (MENDONÇA e DEOS, 2010, p.64).

Depois de ter um desempenho fraco em 2009, a economia brasileira apenas teve seu crescimento no ano de 2010. De acordo com Afonso (2010):

Infelizmente, o Brasil enfrentou uma recessão em 2009. Felizmente, ela foi bastante curta. Comemoramos termos saído rápido de uma retração que, antes, ninguém esperaria que fôssemos entrar, afinal não tínhamos derivativos [advindos do mercado imobiliário norte-americano], nem tanta dependência externa, e a demanda interna estava superaquecida. (AFONSO, 2010, p.71).

### **2.1.2 - A Crise Brasileira de 2015**

O Brasil, que teve a queda em 2009, por conta da citada crise de 2008, se levantou com uma alta no crescimento econômico já em 2010, com o Produto Interno Bruto chegando nos 7,6%. Contudo, com a elevadas taxas de juros e inflação, empresários atentos com corrupções, e outras dificuldades, essa evolução começou a cair, ocasionando um momento de grande atenção até 2014 (Cury; Cardoso, 2015). Segundo Côrtes Filho:

economia desaquecida, juros altos, inflação crescente e impiedosa carga tributária, não é raro empresas virem de uma hora para outra seus passivos se agigantarem, não por culpa de sua gestão, mas sim pelas catastróficas consequências da crise hoje vivenciada pela economia brasileira (2015, p. 05).

De acordo com reportagem publicada no G1 (BANQUIERI, ROSA, 2016): "O ano de 2015 trouxe de volta uma velha conhecida dos brasileiros: a recessão. Segundo dados do IBGE, a economia do país "encolheu" 3,8% no ano de 2015. Desde 2009 o PIB brasileiro não diminuía em um ano fechado."

De acordo Serrano e Summa (2015), o país teve um elevado crescimento nos anos de 2004 até 2010, com um crescimento médio de 4,4% ao ano. Logo depois desse tempo, o governo tomou a decisão de diminuir o crescimento da demanda agregada baseada nas mudanças das políticas monetária e fiscal que foi adotado. Como consequência dessas mudanças, o país teve uma média de crescimento anual de 2,1% nos anos de 2004 a 2010.

Segundo esses autores, outro ponto que o governo teve que mexer foi em não realizar um aumento real do salário-mínimo 2011, o que não acontecia no país desde 1994. Essas atitudes tomadas pelo governo brasileiro fizeram com que se tivesse uma queda importante da demanda agregada de maneira que o Brasil viesse a ter queda no crescimento de investimentos de fora e na produção de uma forma geral, o que causou uma recessão. As atitudes do governo demonstram que a diminuição no investimento privado foi importante para a economia:

A política contracionista do governo levou também a um declínio pronunciado do investimento privado, pois o investimento agregado (público e privado) caiu rapidamente. Após crescer a uma taxa média de 8% entre 2004 e 2010, com pico de 18% em 2010, a formação bruta de capital fixo cresceu apenas 1,8% em média no período 2011-2014. (SERRANO e SUMMA, 2015, p. 02).

De acordo com Serrano e Summa (2015): “o investimento e as exportações não responderam às mudanças nos juros e na taxa de câmbio, e a desvalorização do câmbio começou a acelerar a inflação, as taxas de juros foram aumentadas novamente”.

Depois da corrida eleitoral de 2014 tem uma inflexão na política cambial, no momento em que a nova equipe econômica demonstra ao mercado que não terá mais programa de leilões de swaps e que a política cambial será menos ativa. O real estava caindo na segunda metade do ano de 2014, e ela se manteve assim por conta da nova política cambial. No começo do ano a taxa de câmbio média foi de 2,63 R\$/US\$, já no mesmo mês de 2015 a taxa média foi de 4,05 R\$/US\$, o que demonstra uma desvalorização de mais da metade da moeda com relação ao dólar. Essa repentina alteração na taxa de câmbio causa danos nas questões de custos e patrimonial das empresas, ajuda para o crescimento da taxa de inflação e a queda dos salários reais, chocando negativamente o consumo. Ademais, no curto prazo, essa diferença deixa mais caro a cesta de produtos que envolvem o investimento (Rossi; Mello, 2017).

Além disso, teve toda a questão de investigações de casos de corrupção. Após iniciada a operação Lava Jato e com as prisões de empresários e políticos envolvidos em vários escândalos, que fizeram delações premiadas, o clima de incertezas estava cada dia mais presente. O nome Lava Jato, vem do uso de uma rede de postos de combustíveis e lava a jato de automóveis para movimentar recursos ilícitos pertencentes a uma das organizações criminosas inicialmente investigadas (MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL, 2022).

A operação Lava Jato é a maior investigação de corrupção e lavagem de dinheiro que o Brasil já teve. Estima-se que o volume de recursos desviados dos cofres da Petrobras, maior estatal do país, esteja na casa de bilhões de reais. Soma-se a isso a expressão econômica e política dos suspeitos de participar do esquema de corrupção que envolve a companhia (MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL, 2022).

No primeiro momento da investigação, desenvolvida a partir de março de 2014, perante a Justiça Federal em Curitiba, foram investigadas e processadas quatro organizações criminosas lideradas por doleiros, que são operadores do mercado paralelo de câmbio (MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL, 2022).

Depois, o Ministério Público Federal recolheu provas de um imenso esquema criminoso de corrupção envolvendo a Petrobras. Como o presente trabalho não procura focar na questão de como foi a Lava Jato precisamente e que, por outro lado, precisa pelo menos colocar o leitor a parte sobre a Operação, faz-se uma citação direta retirado do site do MPF sobre o que foi a Lava Jato de forma resumida:

Nesse esquema, que dura pelo menos dez anos, grandes empreiteiras organizadas em cartel pagavam propina para altos executivos da estatal e outros agentes públicos. O valor da propina variava de 1% a 5% do montante total de contratos bilionários superfaturados. Esse suborno era distribuído por meio de operadores financeiros do esquema, incluindo doleiros investigados na primeira etapa (MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL, 2022).

O esquema funcionava assim:

as empreiteiras em um cenário normal, concorreriam entre si, em licitações, para conseguir os contratos da Petrobras, e a estatal contrataria a empresa que aceitasse fazer a obra pelo menor preço. Neste caso, as empreiteiras se cartelizaram em um clube para substituir uma concorrência real por uma concorrência aparente. Os preços oferecidos à Petrobras eram calculados e ajustados em reuniões secretas nas quais se definia quem ganharia o contrato e qual seria o preço, inflado em benefício privado e em prejuízo dos cofres da estatal. Para disfarçar o crime, o registro escrito da distribuição de obras era feito, por vezes, como se fosse a distribuição de prêmios de um bingo.

As empresas precisavam garantir que apenas aquelas do cartel fossem convidadas para as licitações. Por isso, era conveniente cooptar agentes públicos. Os funcionários não só se omitiam em relação ao cartel, do qual tinham conhecimento, mas o favoreciam, restringindo convidados e incluindo a ganhadora dentre as participantes, em um jogo de cartas marcadas. Segundo levantamentos da Petrobras, eram feitas negociações diretas injustificadas, celebravam-se aditivos desnecessários e com preços excessivos, aceleravam-se contratações com supressão de etapas relevantes e vazavam informações sigilosas, dentre outras irregularidades.

Os operadores financeiros ou intermediários eram responsáveis não só por intermediar o pagamento da propina, mas especialmente por entregar a propina disfarçada de dinheiro limpo aos beneficiários. O dinheiro ia das empreiteiras até o operador financeiro. Isso acontecia em espécie, por movimentação no exterior e por meio de contratos simulados com empresas de fachada. Num segundo momento, o dinheiro ia do operador financeiro até o beneficiário em espécie, por transferência no exterior ou mediante pagamento de bens (MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL, 2022).

O jornal O Estadão reuniu algumas opiniões de economistas sobre a crise política deflagrada a partir da denúncia de Joesley Batista (Friboi), tendo reflexos na economia. Sobre as entrevistas feitas no dia 23 de maio de 2017, Pinheiro (2017) declarou: a incerteza é maior. Abala a confiança. Afeta o investimento. Aperta o crédito. A tendência é que o nível de atividade vá enfraquecer. O quanto vai enfraquecer depende da velocidade com que se consiga sair dessa situação. Enquanto ficar a sensação de que as coisas podem mudar, de uma hora para outra, e ninguém sabe para onde, mais a economia vai sentir. A incerteza é o problema: não saber quem será o presidente, se o Temer fica ou sai.

Oreio (2017) afirmou: “no que se refere à economia, o ano de 2017 faleceu na semana que passou. Eu já tinha dúvidas sobre o crescimento. Antes de acontecer o terremoto que vimos, já tinha dito para todo mundo que o governo estava comemorando um falso positivo. De fato, nós vamos ter um crescimento no primeiro trimestre deste ano, mas, basicamente, será motivado pelo excelente desempenho da agropecuária. Esse desempenho não vai se repetir nos próximos trimestres e também não tem fôlego suficiente para puxar o crescimento de toda a economia em 2017. (...) Depois do terremoto, as coisas ficaram muito mais complicadas, de uma maneira ou de outra”.

Barros (2017) disse: “é preciso olhar em duas direções. De um lado, temos a recuperação cíclica, que tem uma dinâmica própria. O salário real médio, neste ano, está positivo. Como o número de empregados é sete vezes maior que o número de desempregados, o gasto dessas pessoas terá um efeito positivo na economia. Temos de considerar também o resultado excepcional do agronegócio e seus efeitos”. O economista conclui: “o fim de semana será crítico. Todo mundo vai parar para avaliar se Temer tem condições de continuar. Eu acho difícil, o governo vai tentar levar adiante a reforma trabalhista, que exige um número menor de votos. Esse é o teste. A prova do pudim. Se não conseguir, aí é o fim”.

Para ajudar a aumentar a crise, em 2018, teve uma greve dos caminhoneiros que atrapalhou ainda mais na recuperação econômica e piorou ainda mais a economia pública. Aumentou a incerteza entre empresários e consumidores.

## 2.2 – Inflação

Antes de entrarmos na relação do impacto do Pass-through com a Inflação, é importante definir esta última de forma clara. Segundo Mankiw:

é o aumento persistente e generalizado dos preços da economia. A taxa de inflação é um indicador do aumento percentual do nível geral de preços (NGP). Se, por exemplo, a taxa de inflação for de 10% ao ano, uma pessoa que gaste R\$100,00 em uma compra gastará aproximadamente R\$110,00 caso faça a mesma compra no ano seguinte. Todavia esse exemplo dificilmente ocorrerá na vida prática, porque durante processos inflacionários, os preços das mercadorias individuais não aumentam todos na mesma proporção. A inflação causa distorção nos preços relativos, ou seja, os preços de algumas mercadorias aumentam mais, e outros menos, do que a média dos preços (NGP) (MANKIW, 2001, pg. 13).

De acordo com Sachs (2000) a inflação é uma mudança percentual nos valores dos preços, bens internos e externos, a fim de serem utilizadas uma média dos preços. No cálculo da inflação é utilizado uma variação mensurada pelo Índice de Preços ao Consumidor, que é a média de preços de varejo fixa que alcança bens e serviços.

Já Friedman (1969) a define quando uma moeda cresce seu valor bem rápido, fora da curva normal de produção. Quanto mais alto esse aumento com relação ao de uma unidade de produção, maior será a inflação.

Galves (1978), por sua vez, utilizou a seguinte explicação: aumentada a demanda, o produtor com todos os fatores de produção já ocupados, não dispõe de mais insumos com que possa atender a demanda acrescida; por tanto, os preços sobem. Sobem porque há mais poder de compra pressionando.

Pegando um conceito de Moreira (2011), ela pode ser demonstrada como a elevação de preços de forma generalizada, fazendo com que o poder de aquisição de cada cidadão reduza de forma drástica.

Ou seja, é preciso ainda mais dinheiro para uma pessoa conseguir manter um padrão de vida que ela tinha antes da inflação se apresentar. Moreira ainda cita um exemplo de inflação, quando produtos da base da cadeia de produção, como por exemplo, o petróleo, tem seus preços elevados, os preços de todos os seus derivados acabam por subir como consequência, assim como os preços dos que precisam dessa matéria-prima. Neste exemplo, a inflação pode ser chamada de: inflação de oferta (MOREIRA, 2011)

Segundo Moreira (2011 pg.1):

O processo inflacionário, quando instalado, é de difícil controle. Funciona como um círculo vicioso, obrigando a realização de reajustes periódicos de preços e salários, com o seu conseqüente agravamento. E quem mais sofre com tudo isso é a camada mais pobre da população, que não tem como se proteger. Em épocas de inflação galopante, tivemos no Brasil contas bancárias com reajustes diários como forma de repor o poder de compra que o dinheiro perdia de um dia para o outro. Mas as pessoas mais pobres não tinham (e ainda não têm) acesso a contas bancárias, não podendo se utilizar desse benefício. E assim, seu dinheiro valia menos a cada dia.

Importante também trazer uma definição do IPCA, por estar atrelado à inflação:

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é o indicador oficial da inflação brasileira e é calculado todos os meses pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). É um indicador do custo de vida de famílias com renda de um a quarenta salários mínimos das regiões metropolitanas das principais capitais brasileiras, avaliando os preços do varejo (BRASIL, 2016)



## CAPÍTULO 3 – A RELAÇÃO DO PASS-THROUGH COM A INFLAÇÃO BRASILEIRA

### 3.1 - Impacto do Pass-through para a Inflação Brasileira de 2008 a 2015.

Passa-se por diversas discussões sobre a condução da política de juros no período em questão. Entendendo ser este trabalho, um trabalho com foco na busca por referências teóricas, procurou-se análises de obras publicadas sobre dados que estejam dentro do período em questão. Não necessariamente exatamente de 2008 a 2015, mas que pegue esse período de análise pelos autores.

O caminho da taxa de juros (Selic) para o período analisado da Tabela 1 (2011-2014), quando analisada a parte, é bem controversa, surgindo uma falta de consenso pelos autores. O BACEN, a partir do segundo trimestre de 2011, dá início a um movimento contínuo da Selic até alcançar 7,25% no ano de 2012. E em 2013 inicia-se reversão não tão gradual. Em 2014 foi aumentando a patamares maiores que em 2011 (Paula, 2019).

**Tabela 1- Dados da Inflação e Metas no Brasil: 2008 a 2015**

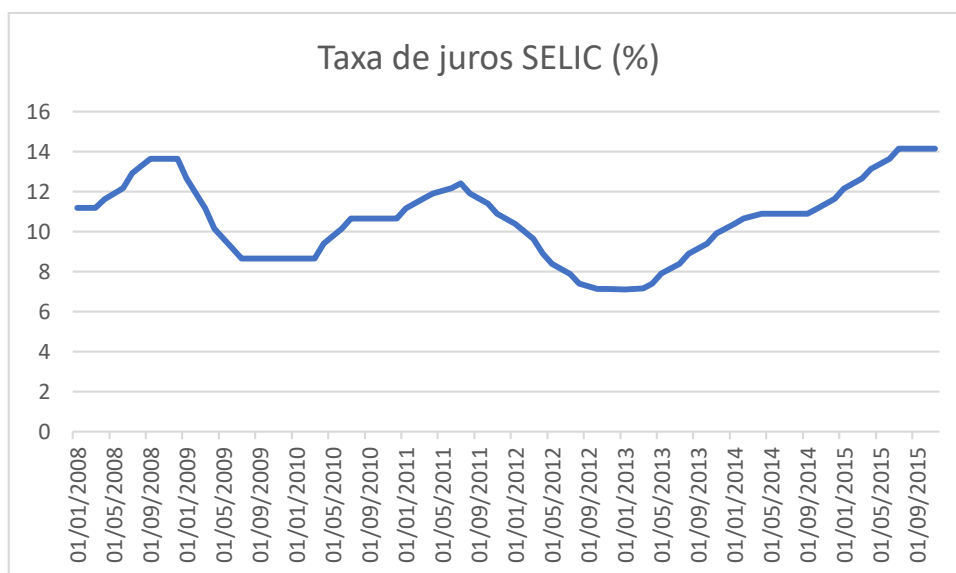
Ano	Meta (%)	Banda (p.p)	Intervalo	IPCA efetivo
2008	4,5	2	2,5 - 6,5	5,9
2009	4,5	2	2,5 - 6,5	4,31
2010	4,5	2	2,5 - 6,5	5,91
2011	4,5	2	2,5 - 6,5	6,5
2012	4,5	2	2,5 - 6,5	5,84
2013	4,5	2	2,5 - 6,5	5,91
2014	4,5	2	2,5 - 6,5	6,41
2015	4,5	2	2,5 - 6,5	10,67

Fonte: Banco Central do Brasil

A necessidade de se ajustar a Selic, revertendo o ciclo anterior, foi ficando evidente durante a segunda metade do ano de 2012 (como se pode ver no Gráfico 1 abaixo). O Banco Central sinalizou para essa situação no comunicado da reunião de janeiro de 2013 e confirmou a sinalização na reunião seguinte, começando a aumentar a Selic a partir de abril. Uma forma natural de se avaliar o resultado da política monetária, sob o regime de metas, é a capacidade de

ancorar as expectativas de inflação. Sob esse critério, fica claro um enfraquecimento da ancoragem das expectativas a partir de 2011. O governo decidiu reduzir o ritmo de crescimento da demanda agregada por meio de mudanças nas políticas monetária e fiscal. Com isso, o Banco Central começa a elevar a taxa básica de juros após abril de 2010, que dura até julho de 2011, conforme o Gráfico 1 abaixo, aumentando a taxa Selic nominal de 8,75% para 12,5% (Paula, 2019).

**Gráfico 1 – Taxa de Juros Variação (%) – Brasil: 2008 - 2015**

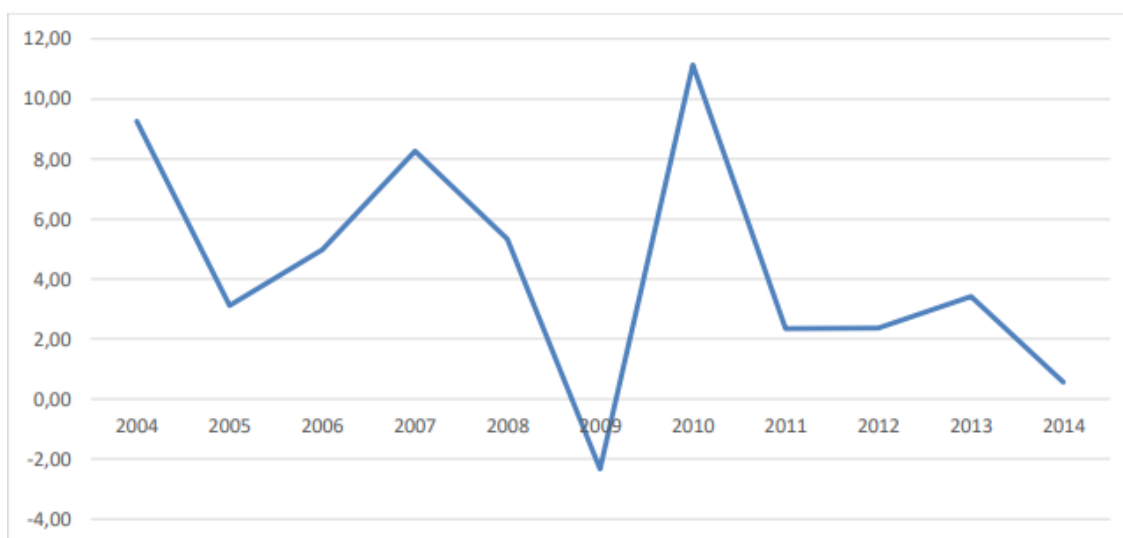


Fonte: IPEADATA

Quando falamos de inflação, a sua contenção foi uma grande dificuldade no começo do governo Dilma, conforme mostra o Gráfico 2. O IPCA utilizado como base para a política monetária, mostrou uma trajetória ascendente desde agosto de 2010. Já em março do mesmo ano, o índice estava em 6,30% no acumulado de um ano, acima do centro da meta de inflação (de 4,5% ao ano, como evidenciado na tabela 1), próximo ao teto de 6,5%. Alguns dos motivos para a alta dos índices de podemos citar o aumento dos preços dos alimentos e os reajustes nas tarifas escolares e no transporte público, assim como externos, demonstrados na elevação dos preços das commodities. Contudo, também houve interferência da demanda interna aquecida, reafirmada pelos elevados preços dos serviços e dos salários (Paula, 2019).

O resultado almejado acabou não sendo alcançado. A inflação de fato iniciou uma trajetória de queda a partir de setembro de 2011- que pode ser observado no gráfico 2- (quando havia atingido um máximo local de 7,31%), graças ao aperto monetário implementado anteriormente, bem como à apreciação do Real ocorrida até meados de 2011, atingindo um piso de 4,92% em junho de 2012, mas voltou a subir, terminando o ano em 5,84%, sem jamais atingir os 4,5% (Paula, 2019).

**Gráfico 2 – Taxa de Inflação Variação Anual (%) – Brasil: 2004 - 2014**



Fonte: IPEADATA

Existem alguns motivos da importância do grau de pass-through. Um deles está ligado à política monetária ótima. Utilizando a metodologia da nova macroeconomia aberta, diversos artigos estudam a relação entre taxa de câmbio e a política monetária. De acordo com Betts & Devereux (2000), o efeito de bem-estar da política monetária é ligado ao grau de pass-through da economia. Quando o grau de pass-through é baixo, logo os preços são pouco voláteis por variações do câmbio, mostrando uma volatilidade reduzida das variáveis macroeconômicas, reduzindo a perda de bem-estar da sociedade. Por esse motivo, um repasse cambial menor demonstra uma maior chance de luta contra a inflação pelo Banco Central, mantendo os preços e elevando o valor esperado do consumo dos agentes.

Outro motivo de ser tão relevante o grau de pass-through é com relação de como a inflação pode ser previsível e de todas as variáveis macroeconômicas

existentes. De acordo com Werlang & Goldfajn (2000), o nível de repasse cambial para os preços é diretamente ligado ao erro de previsão da inflação. Ou seja, um grau de pass-through menor está ligado a um menor erro de se prever a inflação, demonstrando um caminho muito mais claro, o que resulta em uma maior chance de prever como os preços podem variar. A melhor previsibilidade inflacionária faz com que cresça a saúde da economia e eleva o efeito da política monetária.

Campa & Goldberg (1995) deixam claro que o melhor jeito de enxergar o grau de pass-through tem que ser realizado entre indústrias e não entre países. Eles afirmam que a maior fonte de variação de pass-through da taxa de câmbio para a inflação é a origem setorial de cada bem. Ademais, as proporções de produtos comercializáveis e não comercializáveis são relevantes, tendo em vista que quanto mais pode se comercializar um bem, mais o seu preço precisará da variação da taxa de câmbio, e, portanto, maior será o pass-through.

Com isso, entende-se, através desses estudos, que se trata de um pass-through incompleto, fortalecendo a teoria de que os preços domésticos sofrem menos volatilidade do que a taxa de câmbio.

De acordo com Goldfajn & Werlang (1999), o pass-through muda entre países, de maneira que quanto mais estável o país, menor seu pass-through. Eles também afirmam que o pass-through varia com o horizonte temporal, alcançando o ápice em um ano para o caso nacional. Eles mensuraram através de variáveis como determinantes do pass-through: desalinhamento da taxa de câmbio real, inflação inicial, desvios do produto em relação ao produto natural e o grau de abertura da economia.

Os autores Frankel, Parsley & Wei (2005), afirmam que países emergentes mostram um pass-through mais elevado com relação aos países já desenvolvidos. Entretanto, tem se observado uma redução do pass-through, que fica cada vez mais incompleto no prazo menor.

Já Calvo & Reinhart (2000) demonstram que países em desenvolvimento têm um grau de pass-through 4x mais alto que países desenvolvidos. Ademais, eles afirmam que a variância da inflação comparada com a variação da taxa de câmbio é de 43% para países em desenvolvimento e de 13% para os desenvolvidos.

De acordo com Taylor (2000) quando se tem uma inflação baixa acaba por se ter uma redução do grau de pass-through. Num ambiente inflacionário tem um repasse comum de custos das empresas para os clientes, criando um maior pass-through da taxa de câmbio para os valores da economia. Desse modo, o grau de pass-through precisa da política econômica, na qual um regime de manutenção da inflação baixa com credibilidade reduzirá o nível de pass-through. O autor ainda afirma que países com preços mais estáveis têm menos chances de experimentarem depreciações cambiais persistentes, tendo em vista que nessa situação a taxa de câmbio real não estaria alinhada com sua taxa de equilíbrio por um tempo mais longo. Por isso, economias com preços estáveis possuem variações cambiais com menor grau de persistência, causando uma menor meia vida de trocas de custos, e desse modo, com menos repasse aos preços.

De acordo com Gagnon & Ihrig (2001), as políticas anti-inflacionárias e os créditos que a autoridade monetária possui são indicadores de suma a fim de definir a redução do pass-through com relação a inflação doméstica. Ou seja, se a inflação está baixa e se o comprometimento do Bacen em mantê-la desse jeito tem muito crédito, os agentes econômicos ficam menos suscetíveis em repassar algum aumento de custos aos consumidores.

De acordo com Choudri & Hakura (2003) possuem fortes comprovações de uma relação boa e impactante entre o pass-through e a taxa média de inflação, não só entre países como também ao longo do tempo. Eles afirmam que um baixo pass-through da taxa de câmbio cria uma maior liberdade para uma política monetária independente, ajudando na implementação do regime de metas de inflação. A obra indica que o pass-through da taxa de câmbio para os preços importados é determinado por fatores microeconômicos: elasticidades e estrutura de mercado, que são exógenos à política monetária.

Neste trabalho, o grau de pass-through será levantado com um foco microeconômico, utilizando um modelo de concorrência imperfeita para diversas indústrias, com base no modelo de Dornbusch (1987). Modelos de competição imperfeita mostram que os preços domésticos acabam por ser mais regulares quanto mais indústrias competitivas o país tiver, desse modo, quanto mais se tem o grau de competição em algum setor menos será o grau de pass-through. Esse modelo citado, que conecta preços e taxa de câmbio nominal através de

um oligopólio com escolhas simultâneas, indica que os preços de bens importados, terão menos impacto sentido com variações cambiais quanto maior for a quantidade de empresas que o país exportador enfrenta. Portanto, quanto maior o grau de concorrência menor será o grau de pass-through.

### 3.2 - Análise dos Resultados

A Tabela 2 demonstra um resumo das aplicações às matrizes do IBGE, nos anos desde 1995. Na primeira linha, o pass-through cambial é calculado assim como explica a metodologia criada em Aydoğuş et al. (2018), de acordo com as equações. Desse modo, tendo como base de análise o ano de 2015, o pass-through cambial sobre preços ao consumidor foi de 0,094% para uma variação de 1% na taxa de câmbio nominal. Um repasse aproximadamente 60% mais alto em relação à estrutura de insumo-produto da economia nacional em 1995 (Amaral, Silva, Leite; 2019).

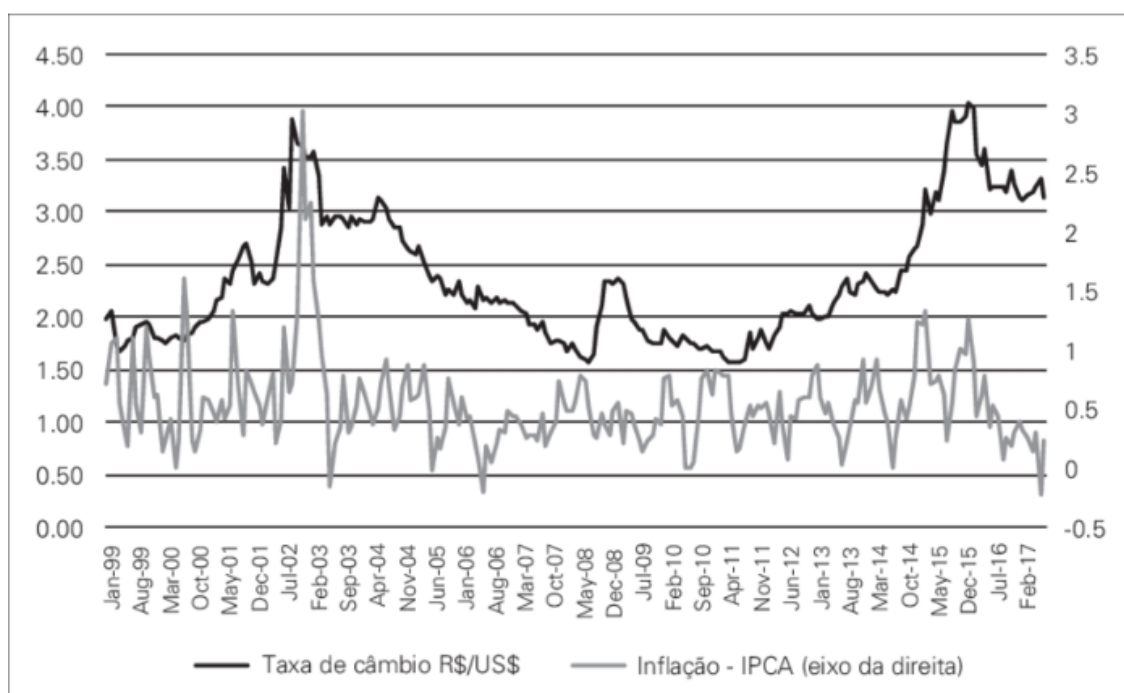
**Tabela 2 – Síntese dos Resultados do Pass-Through – Brasil: 1995 - 2015**

	1995	2000	2005	2010	2015
<b>IPC (Aydoğuş et al. (2018))</b>	<b>0.058</b>	<b>0.070</b>	<b>0.072</b>	<b>0.080</b>	<b>0.094</b>
<b>IPC (Efeito Total)</b>	<b>0.095</b>	<b>0.104</b>	<b>0.101</b>	<b>0.111</b>	<b>0.131</b>
Bens Intermediários	59.0	64.9	68.4	69.8	68.6
Bens Finais	41.0	35.1	31.6	30.2	31.4
<b>IPP (Efeito Total)</b>	<b>0.081</b>	<b>0.110</b>	<b>0.116</b>	<b>0.118</b>	<b>0.140</b>
Efeito Imediato	25.0	24.7	24.6	25.2	25.2
Efeito Encadeado	75.0	75.3	75.4	74.8	74.8

Fonte: AMARAL, SILVA, LEITE (2019)

A critério de verificação dos resultados, observa-se o mesmo resultado que Aydoğuş et al. (2018) encontraram para o Brasil no ano de 2010, referido na primeira linha. Eles elaboraram o mesmo tipo de análise para um conjunto de vinte e seis países, com o uso de MIPs diferentes e referentes a 2010, e foi observado que o Brasil tem um dos menores. No mais, observaram um pass-through cambial médio entre esses países de 0,18%, mais que o dobro do que se encontrou para o Brasil (Amaral, Silva, Leite; 2019).

**Gráfico 3 – Relação Taxa de Câmbio x Inflação - Brasil (1999-2017)**



**Fonte:** ARAUJO, ARAUJO, FONSECA (2019)

A análise do Gráfico 3 demonstra que a trajetória da taxa de câmbio e dos preços no Brasil apresenta uma relação direta, de tal maneira que, nas fases em que ocorreu um aumento da referida taxa (depreciação cambial), é possível observar uma alta dos preços, como exemplo em: 2001, 2002 e 2003, que foram marcados pelo efeito-contágio da crise da Argentina e das eleições presidenciais brasileiras.

Dessa maneira, no último trimestre de 2008, a crise do subprime esteve entre o principal motivo para se observar uma alta da taxa de câmbio e a consequente elevação da inflação. Diferentemente, em fases de queda da taxa de câmbio, a inflação apresentou-se relativamente mais baixa, como por exemplo entre 2005 e 2009, com exceção do ano de 2008, como dito. Parece ser possível se concluir, assim sendo, que a Autoridade Monetária, ainda que de forma indireta, leva em conta o comportamento da taxa de câmbio quando toma decisões com respeito à taxa de juros básica no Brasil.

Depois dessa crise de 2008 o cenário econômico mudou drasticamente. A crise no mundo diminuiu a procura e os valores das commodities, forçando de forma negativa o saldo das transações correntes. Com a liquidez mundial em crise, os investidores ficam mais atentos ao perigo, elevando a fuga de grandes

centros e pressão inflacionária motivada por desvalorização da moeda nacional. Graças a esses obstáculos, as autoridades foram forçadas a mudar a política monetária – reduzindo as taxas de juros (como visto nos gráficos) e promovendo a redução de reservas compulsórias – com o intuito de manter a liquidez do sistema bancário.

Já em 2009, foi observado uma diferença de curso na magnitude do grau de repasse cambial, que chega a ficar em números próximos de 0. Como foi dito anteriormente, no meio da crise de 2008, a depreciação do real foi aliviada através da redução na medida de inflação externa que foi utilizada (o PPI norte-americano). O grau de repasse cambial volta a subir somente a partir do segundo semestre de 2018.

Em 2010, uma melhora da economia veio junto com uma aceleração da taxa de inflação. Um dos meios para se alcançar isso foi a taxa de juros (visto na figura 1), se mantendo em crescimento para esfriar a demanda agregada.

Além disso, deu para analisar que a Selic nominal demonstrou um caminho de queda até 2013, saindo de 12,5% em 2011 para 7,5% em 2013. Enquanto o real, entre 2011 e 2013, mostrou uma tendência de desvalorização, elevando, assim, o repasse cambial para a inflação.



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente monografia teve seu objetivo geral (entender a relação pass-through cambial com a Inflação) atingido com sucesso, não só com a extensa explicação teórica como com os gráficos explicativos do Capítulo 3 desta monografia.

Ademais, teve seus objetivos específicos também atingidos, tendo em vista que foi realizado um referencial teórico extensivo e explicativo sobre o tema no Capítulo 2 desta monografia. Além disso, foi elaborado um estudo mais focado no período de 2008 a 2015, importante no contexto político e econômico do Brasil e do mundo, para analisar essa relação pass-through e inflação.

O problema também foi respondido, principalmente no Capítulo 3. Teve uma explicação teórica antes sobre a relação pass-through, mas no item 3.2 possuem os gráficos que transformam essa teoria na prática.

E foi observado e confirmada a hipótese, que parte do pressuposto de que em uma economia cada vez mais globalizada, as oscilações cambiais geram efeitos cada vez mais diretos na população brasileira, no curto, médio e longo prazo.

Como foi analisado, os regimes de câmbio estão mais vulneráveis à ataques especulativos devido ao processo de globalização financeira. Com essa maior vulnerabilidade dos países, esses podem ser alvos de excessivas variações cambiais, levando a um possível descontrole dos preços na economia doméstica.

Por isso, pesquisas no sentido da compreensão dos efeitos das variações cambiais sobre a inflação ganharam importância em uma economia cada vez mais globalizada.

Com isso, podem ser traçadas políticas que visam a redução dos efeitos das variações da taxa de câmbio sobre a inflação. Isto se justifica cada vez mais porque nos últimos anos o Brasil utilizou a política de elevadas taxas de juros, com o objetivo de reduzir as variações cambiais e controlar a inflação. Entretanto, mesmo essa política se mostrando eficiente em seu principal objetivo (controle da inflação), ele também tem inibido a volta do crescimento econômico, sendo registradas taxas de crescimento aquém da necessária à obtenção do equilíbrio a longo prazo

## REFERÊNCIAS

AFONSO, José Roberto. **Consistência Macroeconômica**. Dossiê da Crise II, 2010. Organização: Associação Keynesiana Brasileira.

AMARAL, Stêfany Silva; LEITE, Fabrício Pitombo; SILVA, Igor Élzio Maciel. **Pass-Through Cambial no Brasil: pressão de custos e cadeia de distribuição**. Anpec, 2020. Disponível em: <i4-d6b19e603f25ddbcbcb291461590c3a3f.pdf (anpec.org.br)>. Acesso em: 20 de nov. de 2022.

Andrade, J.P., Divino, J.A. e Silva. **“Revisitando a História das Crises Cambiais Brasileiras Recentes”**. (Texto avulso), Brasília, mimeografado pelo Departamento de Economia, 1999.

ARAÚJO, Eliane Cristina de; ARAÚJO, Elisângela; FONSECA, Mateus Ramalho Ribeiro da. **Não linearidade entre câmbios e preços no Brasil e implicações para uma estratégia de desenvolvimento econômico**. Revista de Economia Política, 2019. Disponível em:<https://www.researchgate.net/publication/332856892\_Nao\_linearidade\_entre\_cambio\_e\_precos\_no\_Brasil\_e\_implicacoes\_para\_uma\_estrategia\_de\_desenvolvimento\_economico>. Acesso em: 20 de nov. de 2022.

Bacha, E. L. **“Plano Real: uma Avaliação Preliminar”**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3.

Baer, W. **A Economia Brasileira**, São Paulo, Editora Nobel, Segunda edição, 2003.

BANQUIERI, Rogério; ROSA, Fábio. **Anos de Recessão do Brasil**. G1, 2016. Disponível em: < G1 – Economia – Anos de recessão do Brasil (globo.com)>. Acesso em: 27 de nov. de 2022.

Betts, C., Devereux, M.B. (2000) **Exchange Rate Dynamics in a Model of Pricing-to Market**, Journal of International Economics 50(1).

BRASIL. Governo Federal. Portal Brasileiro de Dados Abertos. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA**. [s.l.], 2016. Disponível em: Acesso em: 03 nov. 2022

Campa, J.M., Goldberg, L.S. (2002) **Exchange Rate Pass-through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?**, Federal Reserve Bank of New York.

CAMPOS, Catherine Fernandes de. **A Crise do Subprime e seus efeitos sobre os Estados Unidos e reflexos no Brasil**. Repositório Unesp, 2010. Disponível em: <campos\_cf\_tcc\_arafcl.pdf (unesp.br)>. Acesso em: 27 de nov de 2022.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **A Crise Econômica Internacional em 2010: Uma avaliação a meio do caminho.** Dossiê da Crise II, 2010. Organização: Associação Keynesiana Brasileira.

Ministério Público Federal. **Caso Lava Jato.** Disponível em: < Entenda o caso — Caso Lava Jato (mpf.mp.br)>. Acesso em: 27 de nov. de 2022.

CÔRTEZ FILHO, D. B. **Maléficos efeitos da crise.**

CURY, A.; CARDOSO, C. **Economia brasileira cresce 0,1% em 2014,** diz IBGE. 2015.

Dornbusch, R. **“Exchange Rates and Prices”.** American Economic Review, Vol. 77, 1987-A.

FARHI, Maryse e CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo.** Revista de Economia Política, vol. 29, nº 3 (115).

Friedman, M. **“The Case for Flexible Exchange Rates”**, in Essays in Positive Economics. Chicago: University of Chicago Press, 1953.

Goldberg, P.K. e Knetter, M. **“Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?”.** Journal of Economic Literature. Vol. 35, 1997

Goldfajn, I., Valdés, R. (1999) **The Aftermath of Appreciations,** PUC-RIO, Working Paper No. 396.

GORTON, Gary B. **The Subprime Panic, National Bureau Of Economic Research,** Yale ICF Working Paper, no. 08-25, Cambridge, MA, 2008.

Gron, A. e Swenson, D. L. **“Incomplete Exchange-Rate Pass-through and Imperfect Competition: The Effect of Local Production.** American Economic Review, May, 1996.

HOLLAND, Rafael Nogueira Barnsley. **Uma análise da crise imobiliária nos Estados Unidos: o caso da Fannie Mae e Freddie Mac.** 2009. Trabalho de Conclusão de Curso. (Graduação em Economia) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho. Orientador: Claudio Cesar de Paiva.

Johnson, H. **“The Case for Flexible Exchange Rates, 1969”.** Federal Reserve Board of St. Louis Review 51.

JOINT CENTER FOR HOUSING STUDIES OF HARVARD UNIVERSITY. **The State of the Nation's Housing,** 2008.

Levich, R. **“Empirical Studies of Exchange Rate: Price behavior, Rate Determination and Market Efficiency”.** National Bureau Of Economic Research, Working Paper, n. 1112, abril, 1983.

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH [NBER]. Disponível em: <http://www.nber.org>. Acessado em 15 de out. de 2022.

PAULA, Flávio Alves de. **As Causas da Grande Recessão Brasileira (2014-2016)**. Repositório UFU, 2019. Disponível em: < CausasGrandeRecessão.pdf (ufu.br). Acesso em: 20 de nov. de 2022.

Plihon, D. “**A Ascensão das Finanças Especulativas**”. Economia e Sociedade, v.5, dezembro,1995,

ROSSI, Pedro.; MELLO, Guilherme. **Choque recessivo e a maior crise da história**: A economia brasileira em marcha à ré. Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica - IE/UNICAMP. Nota do Cecon, n.1, abril de 2017.

SERRANO, F.; SUMMA, R. **Demanda Agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014**. Agosto-2015. Washington DC: CEPR (Center for Economic and Policy Research), 2015. Tradução por Marina Terra.

Taylor, J. (2000) **Low Inflation, Pass-through and the Pricing Power of Firms**, European Economic Review 44, 1389-1408.

(Fisher, 1989; Feenstra e Kendal, 1994; Dornbusch, 1987-A; e Klein 1990).



## DECLARAÇÃO DE APTIDÃO DO TCC

Declaro, para os devidos fins, que o estudante **Matheus Lucas de Oliveira**, matrícula: 2017.2.0021.0042-0, regularmente matriculado no 8º semestre letivo do Curso de Ciências Econômicas, no turno noturno, da Escola de Direito, Negócios e Comunicação, **ESTÁ APTO**, a apresentar e submeter seu Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), conforme disposto no Regulamento Geral dos Trabalhos de Conclusão dos Cursos de Graduação (TCC) em banca para avaliação.

Goiânia, 01 de dezembro de 2022.

Professor/Orientador: Ms. Miguel Rosa dos Santos

Ciente:

Estudante/Acadêmico: Matheus Lucas de Oliveira




## **Termo de Autorização de Publicação de Produção Acadêmica**

O estudante, Matheus Lucas de Oliveira, do Curso de Ciências Econômicas, matrícula 2017.2.0021.0042-0, telefone: (62) 99543-1675, e-mail: mmatheus.luccas@gmail.com, na qualidade de titular dos direitos autorais, em consonância com a Lei nº 9.610/98 (Lei dos Direitos do autor), autoriza a Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC Goiás) a disponibilizar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado: O Impacto do Pass-through Cambial na Inflação Brasileira, de 2008 a 2015; gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, por 5 (cinco) anos, conforme permissões do documento, em meio eletrônico, na rede mundial de computadores, no formato especificado (Texto (PDF); Imagem (GIF ou JPEG); Som (WAVE, MPEG, AIFF, SNS); Vídeo (MPEG, MWV, AVI, QT); outros, específicos da área; para fins de leitura e/ou impressão pela internet, a título de divulgação da produção científica gerada nos cursos de graduação da PUC Goiás.

Goiânia, 01 de dezembro de 2022.

Assinatura do autor: 

Nome completo do autor: Matheus Lucas de Oliveira

Assinatura do professor- orientador: 

Nome completo do professor-orientador: Ms. Miguel Rosa dos Santos