



UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO  
CENTRO ACADÊMICO DO AGRESTE  
NÚCLEO DE GESTÃO  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GENESIO AVELINO DA SILVA NETO

**POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA DURANTE O REGIME DE METAS DE  
INFLAÇÃO**

CARUARU

2021

GENESIO AVELINO DA SILVA NETO

**POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA DURANTE O REGIME DE METAS DE  
INFLAÇÃO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao  
Curso de Ciências Econômicas da Universidade  
Federal de Pernambuco, como requisito parcial  
para a obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas

**Área de concentração:** Economia Monetária.

**Orientador:** Prof.<sup>o</sup>. Dr. Atenágoras Oliveira Duarte

CARUARU

2021

Catalogação na fonte:  
Bibliotecária – Simone Xavier - CRB/4 - 1242

S586p      Silva Neto, Genesio Avelino da.  
              Política monetária brasileira durante o regime de metas de inflação. / Genesio  
              Avelino da Silva Neto. – 2021.  
              62 f. ; il. : 30 cm.

              Orientador: Atenágoras Oliveira Duarte.  
              Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) – Universidade Federal de  
              Pernambuco, CAA, Economia, 2021.  
              Inclui Referências.

              1. Política monetária - Brasil. 2. Inflação. 3. Taxa de juros. I. Duarte, Atenágoras  
              Oliveira (Orientador). II. Título.

CDD 330 (23. ed.)

UFPE (CAA 2021-094)

GENESIO AVELINO DA SILVA NETO

**POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA DURANTE O REGIME DE METAS DE  
INFLAÇÃO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao  
Curso de Ciências Econômicas da Universidade  
Federal de Pernambuco, como requisito parcial  
para a obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas

Aprovada em: 04/06/2021

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Atenágoras Oliveira Duarte (Orientador)

Universidade Federal de Pernambuco

---

Prof. Dr. André Luiz de Miranda Martins (Examinador Interno)

Universidade Federal de Pernambuco

---

Prof. Dr. Glaudionor Gomes Barbosa (Examinador Interno)

Universidade Federal de Pernambuco

## **RESUMO**

A presente monografia busca analisar o papel da política monetária brasileira durante o Regime de Metas de Inflação, com ênfase na forma como o Banco Central define a taxa de juros e nos termos que permitiram a sua redução recente. Nos primeiros anos da implantação do Regime de Metas de Inflação, a taxa de juros brasileira mostrava-se em níveis muito acima das taxas praticadas mundo afora. Atualmente, acompanhando tendências internacionais, as taxas atingem patamares ineditamente baixos. Utiliza-se uma narrativa histórica para descrever o desenrolar dos fatos que levaram à implantação do regime, discute-se suas bases teóricas, contradições, peculiaridades no Brasil e, finalmente, seu desenvolvimento e resultados nos dias atuais. As conclusões indicam que o vigente modelo de atuação do Banco Central sob o Regime de Metas de Inflação tem pesados custos em períodos de choques cambiais e elevada dívida pública. Mesmo assim, esse modelo de atuação é especialmente benéfico e previsível para as instituições financeiras, que podem exercer grande influência em sua manutenção.

Palavras-chave: Metas de Inflação. Política Monetária. Taxa de Juros. Brasil.

## ABSTRACT

This monograph seeks to analyze the role of Brazilian monetary policy during the Inflation Targets Regime, with emphasis on the way the Central Bank defines the interest rate and on the terms that allowed its recent reduction. In the first years of the implementation of the Inflation Targets Regime, the Brazilian interest rate was at levels well above the rates practiced around the world. Currently, following international trends, rates are at unprecedentedly low levels. A historical narrative is used to describe the development of the facts that led to the implantation of the regime, its theoretical bases, contradictions, peculiarities in Brazil and, finally, its development and results in the present day are discussed. The conclusions indicate that the current *modus operandi* of the Central Bank under the Inflation Targets Regime has heavy costs in periods of exchange shocks and high public debt. Even so, this operating model is especially beneficial and predictable for financial institutions, which can exert a great influence on its maintenance.

Keywords: Inflation Targeting. Monetary policy. Interest rate. Brazil.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>DO PLANO REAL AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>3</b>	<b>ARCABOUÇO TEÓRICO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....</b>	<b>15</b>
3.1	APRESENTAÇÃO.....	15
3.2	TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.....	15
3.3	TEORIA KEYNESIANA.....	16
3.4	FRIEDMAN E O RESGATE DA TQM.....	18
3.5	EXPECTATIVAS RACIONAIS.....	19
3.6	REGRA DE TAYLOR.....	21
3.7	RMI E O BRASIL.....	21
3.8	OPERACIONALIZAÇÃO DO RMI.....	23
3.9	PONTOS DE DEBATE.....	24
<b>3.9.1</b>	<b>A Neutralidade da Moeda.....</b>	<b>24</b>
<b>3.9.2</b>	<b>Origem da Inflação.....</b>	<b>26</b>
<b>4</b>	<b>PARTICULARIDADES DA TAXA DE JUROS BRASILEIRA.....</b>	<b>27</b>
4.1	APRESENTAÇÃO.....	27
4.2	FATORES DE INEFICIÊNCIA.....	29
<b>4.2.1</b>	<b>Preços Administrados.....</b>	<b>29</b>
<b>4.2.2</b>	<b>As Letras Financeiras do Tesouro.....</b>	<b>29</b>
<b>4.2.3</b>	<b>Crédito Direcionado.....</b>	<b>30</b>
4.3	INCERTEZA JURISDICIONAL.....	31
4.4	DEPENDÊNCIA DA POLÍTICA FISCAL.....	32
4.5	EQUILÍBRIOS MÚLTIPLOS.....	32
4.6	CONVENÇÃO PRÓ-CONSERVADORISMO.....	33
4.7	OBSERVAÇÕES.....	34
<b>5</b>	<b>EFEITOS COLATERAIS DE UMA TAXA SELIC ELEVADA.....</b>	<b>36</b>
5.1	APRESENTAÇÃO.....	36
5.2	CRESCIMENTO ABAIXO DO POTENCIAL.....	36
5.3	IMPACTO SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA.....	39
5.4	RACIONAMENTO DO CRÉDITO.....	39

<b>6</b>	<b>POLÍTICA INTERNACIONAL MONETÁRIA PÓS-CRISE FINANCEIRA.....</b>	<b>41</b>
<b>7</b>	<b>CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA A PARTIR DO RMI.....</b>	<b>44</b>
<b>8</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....;</b>	<b>57</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>58</b>



## 1 INTRODUÇÃO

Após um longo histórico de inflação fora de controle, o Brasil parece ter encontrado no Regime de Metas de Inflação o necessário para garantir um comportamento adequado dos níveis de preços. A estabilização inflacionária iniciou em 1994, com a adoção do Plano Real e a posterior utilização da “âncora cambial”. Após sucessivas crises internacionais, o país foi progressivamente obrigado a desvalorizar sua moeda até adotar o câmbio flutuante em 1999 e optar pelo Regime de Metas de Inflação para manter os preços sob controle.

O Regime de Metas de Inflação consiste de maneira geral em definir previamente uma meta para a inflação, divulgá-la publicamente e comprometer a Autoridade Monetária a perseguir esta meta de inflação utilizando a taxa básica de juros a economia. Caso a inflação apurada ameace ficar acima da meta, o Banco Central tende a elevar a taxa de juros e vice-versa.

A adoção do Regime de Metas de Inflação conseguiu cumprir o seu propósito de manter os preços estáveis desde então, com poucos casos em que a meta de inflação foi descumprida e nenhuma perspectiva de uma aceleração inflacionária tal como havia antes do Plano Real. Em contrapartida, as taxas de juros praticadas pela autoridade monetária durante os primeiros anos deste regime foram extremamente elevadas, o que pode ter prejudicado significativamente os níveis de atividade do país.

Neste trabalho, iremos analisar o período imediatamente anterior à adoção do Regime de Metas de Inflação no Brasil, as bases teóricas do regime, suas controvérsias e os efeitos da política monetária sob este regime no cenário econômico atual. Para tanto, iremos utilizar uma abordagem narrativa para descrever e elucidar os fatos, esclarecendo também as teorias econômicas relacionadas aos acontecimentos. Através da análise dos registros históricos, busca-se entender o cenário em que as decisões de política monetária foram tomadas, o raciocínio que levou a elas e suas consequências.

Os defensores do Regime de Metas de Inflação costumam dizer que as taxas de juros necessárias para cumprir a meta de inflação tendem a se reduzir ao longo do tempo, enquanto a credibilidade do Banco Central se solidifica. Apesar de não negar os prováveis ganhos com a credibilidade, a análise presente neste trabalho indica vulnerabilidades no atual *modus operandi* da política monetária que podem comprometer a sustentabilidade dessa redução na taxa de juros.

A aplicação do Regime de Metas Inflação é fundamentada na teoria quantitativa da moeda, na hipótese de neutralidade da moeda e expectativas racionais. Dessa forma, as alterações na

condução da política monetária levariam os agentes econômicos a revisar suas projeções de preço sem prejuízos em termos de emprego e renda.

Se considerarmos válida a hipótese de neutralidade da moeda, podemos acreditar que a política monetária só é capaz de afetar o nível de preços e nada mais, o que tornaria esse *modus operandi* da autoridade monetária suficientemente adequado. Porém, se admitirmos que a política monetária pode afetar de forma duradoura a forma como os agentes formam suas decisões de investimento e ter impacto relevante sobre variáveis reais da economia, como o emprego, o atual *modus operandi* é, no mínimo, passível de questionamentos.

Da maneira como é conduzida hoje, a política monetária tende a reforçar os períodos recessivos, em especial quando acompanhados por uma crise cambial. Em adicional, ao exercer impacto sobre a dívida pública, as elevações na taxa de juros tendem a promover ainda mais incertezas quanto ao cenário macroeconômico do país.

## 2 DO PLANO REAL AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Para dar mais clareza ao decorrer dos fatos, este capítulo visa expor o contexto político e macroeconômico brasileiro durante a implementação do Plano Real e seus reflexos na posterior adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI).

A inflação, conceituada como um aumento contínuo e generalizado do nível de preços, era um problema grave e aparentemente crônico no Brasil desde a década de 1980. Ao analisar o período imediatamente anterior à implementação do Plano Real, Sachs *et al.* (1995, pp. 26) destacam o caráter de persistência na inflação brasileira ao expor que a taxa de inflação foi superior a 50% ao ano desde 1979, resistindo aos cinco planos anteriores.

A hiperinflação que havia se instalado no Brasil proporcionou danos financeiros aos consumidores que tinham seu poder de compra corroído continuamente até o reajuste salarial seguinte e também gerou enorme dificuldade aos formuladores de política que tiveram de lidar com as mudanças comportamentais dos agentes econômicos para tentar proteger seu poder de compra.

O processo inflacionário, especialmente aquele caracterizado por elevadas taxas e particularmente por taxas que oscilam, tem sua previsibilidade dificultada por parte dos agentes econômicos e promove profundas distorções na estrutura produtiva. (...) A classe trabalhadora é, sem dúvida, a que mais perde com a elevação das taxas de inflação, principalmente os trabalhadores de baixa renda, que não têm condições de se proteger, por exemplo, com aplicações financeiras, visto consumirem praticamente a totalidade de sua renda (GREMAUD *et al.*, 2015, pp.386).

À época do Plano Real, já haviam sucedido diversas medidas que fracassaram em atingir o objetivo de controlar a aceleração da inflação brasileira, e o sucesso do Real foi, sem dúvidas, um dos fatores que garantiram a vitória em primeiro turno de Fernando Henrique Cardoso nas eleições para presidente de 1994.

Fernando Henrique Cardoso assumiu o Ministério da Fazenda em maio de 1993, o quarto ministro da Fazenda na breve gestão do presidente Itamar Franco, o que demonstra um quadro de instabilidade provocado justamente pela dificuldade em controlar a inflação brasileira. Antes disso, Cardoso era Ministro das Relações Exteriores e sua escolha se deu justamente para coordenar os esforços para a implementação do que viria se chamar Plano Real (ABREU *et al.*, 2014, pp. 319).

A ideia do Plano Real era garantir uma moeda forte e estável através de um programa em três fases, amplamente divulgadas pelo Governo Federal desde fevereiro de 1994, incluindo o equilíbrio das contas do governo (protagonizado pela criação do Fundo Social de Emergência), a criação de um padrão estável de valor - a chamada Unidade Real de Valor (URV) - e, finalmente

a conversão da URV em Real e sua adoção como moeda nacional em julho do mesmo ano (GOVERNO FEDERAL, 1994).

O Governo então segue tanto a linha ortodoxa do ajuste fiscal, quanto ataca o componente inercial da inflação por meio de uma “moeda virtual” vinculada ao dólar durante cerca de 4 meses e sem o congelamento de preços típico dos planos anteriores.

Durante o primeiro mês do Real como moeda nacional, havia metas rígidas para a base monetária e um regime cambial de bandas assimétricas, pois a taxa de câmbio não foi estritamente fixada, o Banco Central definiu apenas um limite superior para a chamada “âncora cambial”, permitindo que a taxa de câmbio flutuasse para baixo da paridade 1 para 1 com o dólar. A taxa de câmbio então chegou a se apreciar, atingindo R\$0,86 em agosto (GIAMBIAGI *et al*, 2011, pp. 151; SACHS *et al*, 1995, pp.41).

A âncora cambial já havia sido utilizada em outros países da América Latina como forma de combater os avanços inflacionários e apresenta uma série de benefícios de curto prazo que tendem a atrair os países que estão em avançado estágio de descontrole monetário, incluindo uma rápida redução da inflação e uma estímulo da economia. O Brasil, em especial, contava com uma situação propícia em termos comerciais para viabilizar a adoção dessa estratégia.

A balança comercial acusa não só superávits comerciais expressivos, como também crescimento da corrente de comércio; os déficits na conta de serviços tem sido atenuados pela já mencionada queda das taxas de juros internacionais; a conta de capitais do balanço de pagamentos vem registrando ingressos elevados, alimentados por altas taxas internas de juro, pela farta disponibilidade de capitais de fontes privadas estrangeiras e, ao que parece, por alguma repatriação de capitais de residentes (BATISTA JR, 1993, pp. 370-371).

Entretanto, Batista Jr. (1993) alerta também para os prejuízos da adoção de uma âncora cambial aos moldes do que era defendido amplamente pelas instituições internacionais à época, principalmente a longo prazo, onde as contas externas ficariam reféns da política monetária do país-âncora.

Quanto ao controle da inflação, Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr. (2011, pp. 452) destacam as elevadas taxas de juros e a recente abertura comercial num cenário de excesso de liquidez internacional como determinantes para a entrada de capitais externos no Brasil. Além disso, Bastos (2015, pp. 108) indica que as altas taxas de juros cumpriram o papel de conter o avanço demasiado da demanda por produtos internos e, ao apreciar a moeda nacional, direcionar essa demanda para produtos importados, contendo o nível de preços. O Brasil experimentou a partir

daí tanto a redução da inflação quanto uma expansão inicial da economia, ao permitir uma elevação do consumo e uma maior segurança para investimentos de longo prazo.

O comportamento gráfico da inflação pode, portanto, ser dividido em duas fases: a primeira delas corresponde ao período imediatamente após a introdução da âncora, quando há uma redução abrupta e imediata na inflação (mantendo-se, porém, acima dos patamares internacionais). A segunda fase corresponde ao movimento de convergência da inflação doméstica aos padrões internacionais, representado pela queda suave e contínua das taxas. O grande mérito da âncora cambial consiste justamente em acelerar o processo de convergência para os padrões internacionais de inflação, tendo poucos efeitos recessivos sobre a economia (muitas vezes gerando, inclusive, um boom de atividades) quando comparado com medidas desinflacionárias como cortes de demanda (GIAMBIAGI et al, 2011, pp. 151).

O objetivo fundamental havia sido alcançado, a inflação do Real ficou abaixo de 10% a.m. em julho e abaixo de 1% a.m. já no final de 1994<sup>1</sup>. Apesar disso, verifica-se também efeitos nocivos à economia derivados das ferramentas do Plano Real, principalmente a prática de taxas de juros muito elevadas, o consequente aumento do custo de rolagem da dívida pública e a perda de competitividade dos produtos nacionais frente a uma taxa de câmbio sobrevalorizada, gerando uma pressão constante sobre as contas externas.

De 1995 em diante, a grande prioridade do recém-eleito presidente Fernando Henrique Cardoso foi garantir que a estabilidade da moeda não desmoronasse. O eclodir da crise mexicana logo ao final de 1994 demonstrou que a tarefa seria mais complexa que o esperado. Nas palavras de Batista Jr. (1996, pp.130), tanto no México quanto no Brasil “*prevaleceu a percepção de que a estabilização monetária exigia, nessas circunstâncias, o uso da taxa de câmbio com o dólar como âncora nominal*”. A necessidade de estabilizar a moeda acabou se sobrepondo ao ajuste do balanço de pagamentos em ambos os casos. Essa percepção foi letal ao México, um alerta para a política cambial brasileira.

O fato é que o câmbio estava indiscutivelmente sobrevalorizado, como relatam Giambiagi et al. (2011, pp. 169), o Brasil passou a apresentar déficits em conta-corrente significativos, depender mais do exterior para financiá-los e gastar muito com juros, lucros e dividendos. Um choque adverso na economia internacional poderia levar o Brasil a uma desvalorização forçada de proporções semelhantes à mexicana e comprometer mais uma vez os níveis de inflação.

De março de 1995 até meados de 1997, o Brasil contou com a calma do cenário internacional para realizar uma desvalorização gradativa através do que ficou conhecido como

---

<sup>1</sup> Para mais informações sobre o período, vide Abreu e Werneck (2014, pp.323).

sistema de “minibandas”. Dessa maneira, visava-se reduzir aos poucos os efeitos sobre o balanço de pagamentos sem comprometer a estabilidade nos preços (BASTOS, 2015, pp. 107-108).

Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr. (2011, pp. 462) afirmam que a adoção das minibandas projetava uma desvalorização em torno de 7% a.a. mas, ainda assim, não compensava de imediato a sobrevalorização dos primeiros meses do Real. Giambiagi et al (2011, pp. 172) indicam que também no primeiro governo do presidente Cardoso (1995-1998), o Brasil apresentou uma deterioração da situação fiscal, mas que os formuladores de política econômica provavelmente esperavam realizar os ajustes necessários após a reeleição do presidente em 1998.

Entre 1997 e 1998, eclodiram choques adversos na economia internacional que atingiram em cheio a economia brasileira: as crises financeiras dos tigres asiáticos e, em seguida, a da Rússia. Estes países, que passavam por situações semelhantes à brasileira, foram vítimas de uma fuga de capitais que também incentivou uma especulação contra o Real. Como exposto por Bastos (2015, pp. 131), as crises internacionais acentuaram as dificuldades que o Brasil enfrentava, comprometendo o fluxo de recursos externos para o país e consequentemente a estratégia de ajustes graduais no câmbio e na situação fiscal.

Para tentar conter os danos da crise asiática ainda em 1997, o governo aumentou a taxa de juros e lançou um pacote fiscal. Apesar dos graves efeitos negativos sobre o produto e o emprego, conseguiu-se recompor e até superar a queda de US\$ 20 bilhões nas reservas internacionais. A mesma recuperação não se conseguiu obter após a crise da Rússia em agosto de 1998.

Não demorou e veio a crise russa. Houve uma perda de reservas da ordem de US\$ 30 bilhões entre agosto e setembro de 1998 que, apesar da elevação da taxa de juros e do anúncio de um pacote fiscal, não mais se recuperou, o que refletia a descrença na possibilidade de manter a taxa de câmbio (GREMAUD, VASCONCELLOS & TONETO JR., 2011, pp. 468).

Ainda em 1998, o governo começou a negociar um acordo preventivo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) de cerca de US\$ 42 bilhões para atenuar a fuga de capitais e seus impactos, com o compromisso de realizar ajustes fiscais expressivos e gerar superávits primários de 2,6% do PIB em 1999, e 2,8% em 2000 e 3,0% em 2001. Mesmo assim, a dificuldade em acreditar na manutenção da taxa de câmbio e na capacidade do governo de implantar os ajustes fiscais necessários conduziu os investidores a continuarem a trocar reais por dólares antes da possível desvalorização ou adoção de algum controle de capitais (BOGDANSKI, TOMBINI & WERLANG, 2000, pp.7; GIAMBIAGI et al, 2011, pp. 176).

A queda no nível de divisas forçou o Banco Central a abrir mão do regime de metas cambiais e estabelecer um sistema de flutuação suja em janeiro de 1999, no qual o próprio Banco Central só interferiria na taxa de câmbio para reduzir sua volatilidade, mas não definiria uma meta específica para tal (KUHN & TOSTES, 2009, pp. 98). A taxa de câmbio saltou então de R\$1,21 para cerca de R\$2,00 em menos de dois meses. Foi nesse contexto, ao ser obrigado a renunciar à administração rígida da taxa de câmbio, que o Banco Central teve boa parte de sua direção substituída. Em março de 1999, Armínio Fraga foi nomeado presidente do Banco Central e a nova equipe teve de buscar um novo mecanismo confiável para ancorar as expectativas sobre os níveis de preços que já começavam a disparar. Esta nova âncora teria a responsabilidade de conter a aceleração inflacionária gerada pela desvalorização cambial e garantir que essa estabilidade perdurasse. A nova direção anunciou dois grandes esforços: O primeiro foi uma elevação da taxa de juros nominal para 45% a.a. (esta taxa veio a diminuir para 39,5% a.a. antes mesmo da reunião seguinte do Conselho de Política Monetária devido ao alívio das pressões cambiais) e o segundo foi a proposta de adoção do Regime de Metas de Inflação, ou *Inflation Targeting*, como é conhecido internacionalmente<sup>2</sup>.

O Regime de Metas de Inflação também já havia sido adotado em diversas nações desenvolvidas àquele tempo, incluindo Chile, Suécia, Reino Unido e Nova Zelândia, o que pode ter sido determinante para ter sido bem recebido tanto pelo governo quanto pelos membros do FMI, que chegou a organizar um seminário internacional para discutir este regime.

---

<sup>2</sup> Vide Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, pp. 7-8).

### 3 ARCABOUÇO TEÓRICO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

#### 3.1 APRESENTAÇÃO

Este capítulo visa fazer um breve passeio pela evolução do pensamento econômico no que diz respeito às questões monetárias, de modo a expor as bases nas quais se sustenta o controle do nível de preços via Regime de Metas de Inflação. Como a política monetária é conduzida por uma maioria profissional que compartilha de visão mais tradicional, a compreensão dos modelos tradicionais é importante para discutir a política monetária atual. Apesar disso, aprisionar-se nos pressupostos da visão tradicional sem o devido rigor crítico reprime a vastidão de possibilidades da análise econômica. Como bem expressado pelos autores Saes e Saes (2016), *“o que por vezes é vendido como a alternativa correta, natural, necessária, na verdade é uma alternativa, entre outras, fruto de decisões políticas com implicações para o destino da economia e da sociedade”*.

O texto a seguir irá resgatar as discussões a respeito da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) até as proposições da Regra de Taylor, incluindo os fundamentos da visão hegemônica e as críticas que predominam a respeito dessa visão. Ao final do capítulo ainda detalhamos os mecanismos pelos quais o Regime de Metas de Inflação é operacionalizado no Brasil.

#### 3.2 TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA

A Teoria Quantitativa da Moeda, uma das mais antigas doutrinas econômicas sobreviventes, surgiu quando o filósofo francês Jean Bodin atribuiu a inflação que afligia os preços na Europa Ocidental à abundância de metais preciosos utilizados como moeda que foram importados pela Espanha de suas colônias na América do Sul. Haveria então uma relação direta entre o nível de preços e a quantidade de moeda em circulação (HUMPHREY, 1974).

A equação de trocas popularizada pelos estudos de Irving Fisher e a chamada versão de Cambridge são provavelmente as formalizações mais difundidas da Teoria Quantitativa da Moeda<sup>3</sup> e compuseram na economia um dos principais dogmas do chamado Modelo Clássico, sendo expressas de forma simples da seguinte maneira:

---

<sup>3</sup> Segundo Humphrey (1976), a Teoria Quantitativa da Moeda é constituída por uma série de proposições e postulados que sustentam seu raciocínio, são eles: 1. Proporcionalidade de Moeda e Preços; 2. Causalidade entre Moeda e Preços, ou seja, as alterações nos níveis de preços são causadas pelas alterações na quantidade de moeda e não o contrário; 3. Neutralidade da moeda; 4. A teoria monetária do nível de preços; 5. Estoque de moeda nominal exógeno.



$$MV = PT$$

Em que:

*M* = agregado monetário;

*V* = velocidade de circulação da moeda;

*P* = nível agregado de preços;

*T* = número de transações.

Nesta versão da TQM, o número de transações e a velocidade de circulação da moeda são considerados constantes determinadas por condições estruturais da economia, o que acaba por criar uma correspondência evidente entre os movimentos da quantidade de moeda e do nível de preços.

As principais críticas relativas à Teoria Quantitativa da Moeda são voltadas às ditas pressuposições de pleno emprego dos fatores de produção e velocidade da moeda constante, além da negligência quanto ao papel da preferência por liquidez dos agentes.

Mollo (2004) afirma que a pressuposição de pleno emprego dos fatores era fundamentada pelo fluxo harmônico dos mercados explicitado na chamada “Lei de Say”, em que todo o processo produtivo geraria as rendas necessárias para o consumo dos próprios produtos, assim, a oferta por si só conduziria à demanda. A autora relata então que esta visão desconsidera a possibilidade de os agentes reterem moeda para quaisquer motivos, o que tornaria o fluxo econômico muito mais complexo.

É preciso que a moeda seja vista como algo não desejável por si mesma para que não haja vazamentos no fluxo circular de renda que garante a lei de Say, ou seja, no fluxo de rendas pagas pelas empresas às famílias pelos fatores de produção, rendas com as quais as famílias compram os produtos das empresas. Em caso contrário, os vazamentos correspondentes à moeda retida deixam de comprar produtos que passam a sobrar, conduzindo à queda da utilização dos fatores de produção. O resultado é a crise, ou a negação da lei de Say, com superprodução ou produção invendável, de um lado, e desemprego, do outro (MOLLO, 2004).

### 3.3 TEORIA KEYNESIANA

As críticas à Teoria Quantitativa da Moeda ganharam força com os questionamentos do economista inglês John Maynard Keynes, que argumenta que as proposições da teoria quantitativa da moeda só seriam satisfeitas se a economia estivesse em um estado de “equilíbrio”, que requer uma série de condições que não ocorrem com frequência na realidade. Não seria possível então estabelecer uma relação única e precisa entre a quantidade de moeda e o nível de preços. Ao discutir os efeitos de uma redução de moeda via elevação da taxa de juros bancária, a teoria keynesiana

ressalta que, além de realizar uma redução nos níveis de preços ao desencorajar o investimento, a elevação da taxa de juros pode criar um efeito recessivo, reduzindo remunerações e emprego.

Nas palavras de Keynes (1996, pp. 174-175), *“a taxa de juros não é o ‘preço’ que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o ‘preço’ mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível”*.

Destaca-se que o “desejo de manter a riqueza em forma líquida” citado acima nada mais é que o ato de guardar o dinheiro físico, o que o mantém consequentemente fora da esfera econômica. O contexto de incerteza pode interferir diretamente nessa preferência por liquidez dos agentes, gerando retenção de moeda para fins especulativos e, consequentemente, afetando os impactos da política monetária.

A relação existente a longo prazo entre a renda nacional e a quantidade de moeda dependerá das preferências pela liquidez. E a estabilidade dos preços em período longo dependerá da rapidez com que a unidade de salários (ou mais precisamente, a unidade de custos) tende a crescer comparativamente à eficiência do sistema produtivo (KEYNES, 1996, pp. 290).

Em sua obra publicada originalmente na década de 1930, Keynes (1996, pp. 279-280) defendeu que, havendo desemprego, uma variação positiva na quantidade de moeda, se elevar a demanda efetiva, poderá incentivar a geração de empregos até que seja atingido o pleno emprego e o impacto na variação de preços se dará como consequência da distribuição salarial não uniforme, rendimentos decrescentes e os inevitáveis reajustes de salários antes mesmo de o pleno emprego ser atingido. Mesmo assim, Keynes também pondera a capacidade de estímulo da política monetária sobre os investimentos:

Se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios. Embora seja de esperar que, *ceteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda; e, conquanto se possa esperar que, *ceteris paribus*, uma baixa na taxa de juros estimule o fluxo de investimento, isto não acontecerá se a escala da eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros; quando, enfim, se possa esperar que, *ceteris paribus*, um aumento do fluxo de investimento faça aumentar o emprego, isso não se produzirá se a propensão a consumir estiver em declínio. Finalmente, se o emprego aumentar, os preços subirão numa proporção que depende, em parte, da forma das funções da oferta e, em parte, da tendência da taxa de salários subir em termos monetários (KEYNES, 1996, pp. 178).

Partindo deste ponto de vista, seria responsabilidade da Autoridade Monetária garantir que, no longo prazo, a interação entre a função de preferência por liquidez dos agentes somada à quantidade de moeda em circulação conduza a uma taxa de juros propícia aos investimentos.

Visando sintetizar as ideias keynesianas e neoclássicas de forma simplificada, os economistas John Hicks e Alvin Hansen desenvolveram o modelo IS-LM (*Investment Saving / Liquidity Preference Money Supply*), baseado em uma curva representando as combinações de taxas de juros em que os investimentos se igualam às poupanças de acordo com os níveis de renda (IS) e outra curva que representa as combinações de oferta e demanda por moeda (LM) (BRUE, 2006).

### 3.4 FRIEDMAN E O RESGATE DA TQM

Já na década de 1950, o fundador da escola macroeconômica monetarista, Milton Friedman (1956), tenta resgatar o prestígio da Teoria Quantitativa da Moeda, mas restringindo sua interpretação a uma teoria da demanda por moeda, ao invés da renda, do produto, ou do nível de preços, o que exigiria uma combinação com outras variáveis.

Neste mesmo período, Alban Phillips (1958) comparou empiricamente a relação entre o desemprego e a variação nos salários no Reino Unido de 1861 a 1957. Neste estudo, discute-se o aumento das pressões dos trabalhadores por aumento salarial quando a demanda por trabalho é elevada e o desemprego é baixo. Estes dados incentivaram uma pesquisa semelhante de Paul Samuelson e Robert Solow que acabou consagrando o que hoje é conhecido como “Curva de Phillips”, a famosa relação de troca entre inflação ou desemprego.

Tomando como base os estudos como o de Phillips, Samuelson e Solow, pesquisadores e formuladores de política mundo afora passaram a buscar, através da política monetária, um equilíbrio perfeito entre uma baixa taxa de desemprego e uma taxa de inflação tolerável pela população.

Friedman (1995) relata que, na década de 1960, a estabilidade de preços deixou de ser o principal objetivo atribuído à política monetária pelos economistas, dando lugar à promoção do pleno emprego. A utilização da política monetária para este fim é duramente criticada pelo autor, que questiona a capacidade da Autoridade Monetária de promover políticas eficientes sem que sejam criadas perturbações no nível médio de preços que abalem a confiança de consumidores e produtores. As alterações persistentes no nível médio de preços tenderiam a criar mais prejuízos que qualquer benefício gerado pela política monetária.

Nós simplesmente não sabemos o suficiente para poder reconhecer pequenos distúrbios quando ocorrem, ou para poder prever quais serão seus efeitos com precisão, ou qual política monetária é necessária para compensar seus efeitos. Nós não sabemos o suficiente para conseguir atingir os objetivos declarados com delicadas, ou mesmo bastante grosseiras, mudanças no mix entre política monetária e fiscal. (...) A experiência sugere que o caminho da sabedoria é usar explicitamente a política monetária para compensar outros distúrbios somente quando eles oferecem um "claro e presente perigo" (FRIEDMAN, 1995, p.14).

O modelo “friedmaniano” supõe a existência de uma taxa natural de desemprego, dada pela taxa de desemprego que vigora em uma economia sem desemprego involuntário de acordo com suas condições estruturais e institucionais. Uma expansão monetária pode ser eficiente para reduzir a taxa de desemprego corrente abaixo da taxa natural, pois os empregadores podem oferecer salários maiores e empregar indivíduos que estão atualmente voluntariamente desempregados. Mesmo assim, a expansão monetária acaba por acarretar uma elevação no nível de preços que corrói o poder de compra esperado pelos novos empregados. Estes últimos, ao perceberem a redução real de seus salários, são incentivados a deixar seus empregos e a taxa de desemprego corrente volta a coincidir com seu nível natural (CARVALHO *et al*, 2007, pp. 113-118).

Para manter a taxa corrente de desemprego abaixo da taxa natural (...), os dirigentes do Banco Central deveriam manter os trabalhadores em permanente estado de ilusão monetária. Dado que no modelo friedmaniano os agentes econômicos formam expectativas do tipo adaptativas, isto somente seria possível se a inflação fosse crescente. Somente uma inflação em aceleração impediria a adaptação dos trabalhadores às variações de preços registradas – criando, consequentemente, um contexto de contínua ilusão monetária. Em tal contexto, os trabalhadores teriam suas preferências individuais não satisfeitas em virtude dos cálculos incorretos que realizam quando comparam a satisfação que os salários esperados podem oferecer e a satisfação proporcionada pelas horas de lazer (CARVALHO *et al*, 2007, pp. 118).

Segundo esta linha de pensamento, a existência da taxa natural de desemprego seria a responsável por impedir que a taxa de desemprego seja reduzida através de estímulos monetários, se convertendo apenas em avanços inflacionários, ou seja, o *trade-off* presente na Curva de Phillips deixaria de existir no longo prazo, já que a taxa de desemprego sempre tenderia à taxa natural.

### 3.5 EXPECTATIVAS RACIONAIS

Após as contribuições de Friedman e dos monetaristas, ganhava força a discussão sobre os benefícios de criar-se regras que tornassem atuação da Autoridade Monetária mais rígida, transparente e previsível para os demais agentes, em detrimento de uma atuação discricionária que respondesse aos impasses da economia de acordo com a avaliação particular de seus gestores. Essa ideia cresceu ainda mais através da abordagem de que os indivíduos não formam suas expectativas

somente através de suas experiências passadas (expectativas adaptativas), mas também olhando para as probabilidades do que deve acontecer no futuro (expectativas racionais).

John Muth foi o primeiro a propor o conceito de “expectativas racionais”, a partir das quais Robert Lucas formulou sua teoria dos ciclos dos negócios. De acordo com esse conceito, o agente econômico é também um maximizador de informações e irá utilizá-las para prever as consequências das políticas públicas com a maior precisão possível.

Na medida em que os ciclos de negócios podem ser vistos como instâncias repetidas de eventos essencialmente semelhantes, será razoável considerar que os agentes reajam às mudanças cíclicas como "risco", ou assumir que suas expectativas são *racionais*, que eles têm arranjos bastante estáveis para coletar e processar informações e que utilizam essas informações para prever o futuro de forma estável, livre de vieses sistemáticos e facilmente corrigíveis. (...) (LUCAS JR, 1977, pp. 15 - traduzido).

Considerando agentes com expectativas racionais, a Autoridade Monetária enfrenta dificuldades ainda maiores para surpreender os demais agentes com as consequências de uma política monetária expansionista, pois os agentes também conhecem os artifícios de que dispõe o Banco Central e incorporam as possibilidades até mesmo de um desvio de conduta em suas distribuições de probabilidade. Sob expectativas racionais, a política monetária se torna ineficiente para afetar o produto e o emprego, já que, para os autores da escola novo-clássica, o impacto da política monetária sobre essas variáveis se dá essencialmente através da ilusão monetária sofrida pelos agentes. Em consequência, o efeito da política monetária se daria inteiramente sobre o nível de preços.

Agora, suponha que seja verdade que se possa descrever os movimentos gerais de preços de curto prazo por uma função fixa simples de movimentos defasados em algum agregado monetário publicado. Então, longe de ser difícil, o problema de processamento de sinais a ser resolvido pelos agentes seria trivial, eles poderiam simplesmente observar os agregados monetários atuais, calcular os movimentos de preços atuais e futuros previstos que eles implicam e corrigir seu comportamento para essas mudanças de unidades perfeitamente. O resultado seria uma relação muito estreita entre moeda e preços, mesmo em períodos muito curtos, e nenhuma relação entre esses movimentos e mudanças nas variáveis reais (LUCAS JR, 1977, pp. 29 - tradução livre).

Segundo Kydland & Prescott (1977, p.487), por mais que os formuladores de políticas não sejam bobos ou maus, a ausência de regras bem definidas para sua atuação os induz a tomar as melhores decisões de acordo com a situação atual, mas resulta em planejamento abaixo do ideal e instabilidade econômica.

Consolida-se também a ideia de que a abundância de informações confiáveis sobre a política monetária, que possam orientar a tomada de decisão dos agentes e diminuir a percepção de

risco quanto ao futuro, são benéficas ao funcionamento da economia como um todo, preservando o objetivo primordial de manter a estabilidade no nível de preços.

### 3.6 REGRA DE TAYLOR

Taylor (1993), dando continuidade à extensa discussão quanto à necessidade de regras para dar credibilidade à condução da política monetária, sugere uma representação prática da regra algébrica aplicada pelos bancos centrais. A equação proposta pelo autor relaciona a taxa básica de juros aos desvios da taxa de inflação e da renda real com relação aos seus níveis ideais.

Regras de política monetária em que o instrumento de taxa de juros de curto prazo é levantado pelas autoridades monetárias se o nível de preços e da renda real estão acima de um alvo e é reduzida se o nível de preços e da renda real está abaixo da meta, parecem funcionar bem. Ainda é incerto o quanto a taxa de juros deve mudar, mas é muito promissor que esteja surgindo um consenso sobre uma forma funcional (TAYLOR, 1993, pp. 200, traduzido).

Vale lembrar que Taylor (1993) também conclui que a inclusão de certo peso na renda real é mais desejável do que uma regra que considere unicamente o nível de preços. Apesar de sua contribuição ser amplamente difundida, em seu trabalho original, Taylor (1993) ressalta que os formuladores de política não seguem regras de política de forma mecânica e que a política monetária precisa de ajustes para lidar com eventos extraordinários.

### 3.7 RMI E O BRASIL

Durante os anos de 1990, a visão neoliberal fruto dos trabalhos de autores monetaristas e novo-clássicos, como Friedman e Lucas respectivamente, predominou amplamente frente às demais abordagens. Desde então, a política monetária praticada pelos bancos centrais seguiu os princípios defendidos por essa visão.

Nas últimas cinco décadas, os economistas monetários desenvolveram um conjunto de princípios científicos básicos, derivados da teoria e da evidência empírica, que agora orientam o pensamento em quase todos os bancos centrais e explicam muito do sucesso na condução da política monetária. Vou delinear minhas visões sobre os princípios-chave e como eles foram desenvolvidos nos últimos cinquenta anos. Os princípios são: 1) a inflação é sempre e em toda parte um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços traz benefícios importantes; 3) não há tradeoff de longo prazo entre desemprego e inflação; 4) as expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária à macroeconomia; 5) as taxas de juros reais precisam aumentar com a inflação mais alta, ou seja, o Princípio de Taylor; 6) a política monetária está sujeita ao problema de inconsistência no tempo; 7) a independência do banco central ajuda a melhorar a eficiência da política monetária; 8) o compromisso com uma âncora nominal forte é fundamental para a produção de bons resultados de política monetária; e 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócios (MISHKIN, 2007).

Saes e Saes (2016) relatam um crescimento de tendências liberais entre os acadêmicos internacionais que passou a se refletir também no Brasil através de professores norte-americanos que eram trazidos para lecionar cursos de pós-graduação no Brasil e brasileiros que eram apoiados a obter seu doutorado nos Estados Unidos.

Bresser-Pereira (1991) também mostra o quanto as políticas econômicas adotadas para tentar sanar os graves problemas na América Latina na década de 1990 foram influenciadas pelo viés neoliberal da interpretação dominante nas instituições financeiras internacionais, notadamente os economistas que formaram o chamado Consenso de Washington.

Por outro lado, essa perspectiva é influenciada pelo surgimento, e afirmação como tendência dominante, de uma nova direita, neoliberal, a partir das contribuições da escola austríaca (Hayek, Von Mises), dos monetaristas (Friedman, Phelps, Johnson), dos novos clássicos relacionados com as expectativas racionais (Lucas e Sargent) e da escola da escolha pública (Buchanan, Olson, Tullock, Niskanen). Essas visões teóricas, temperadas por um certo grau de pragmatismo, próprio dos economistas que trabalham nas grandes burocracias internacionais, é partilhada pelas agências multilaterais em Washington, o Tesouro, o FED e o Departamento de Estado dos Estados Unidos, os ministérios das finanças dos demais países do G-7 e os presidentes dos 20 maiores bancos internacionais constantemente ouvidos em Washington. Esta abordagem dominante em Washington exerce poderosa influência sobre os governos e as elites da América Latina (BRESSLER-PEREIRA, 1991, pp. 5-6).

É seguindo esta linha de pensamento que surgem a tese da independência do Banco Central, livre de interferências políticas na condução de sua atividade, e o Regime de Metas de Inflação, em que o banco central anuncia com antecedência aos demais agentes o nível de preços pretendido e o persegue através de seus instrumentos de política.

Três mudanças paralelas e certamente não independentes ocorreram nas práticas dos bancos centrais nos últimos quinze anos. A primeira é a disseminação da independência do banco central, que está ligada à noção de que mesmo quando o governo desempenha um papel na definição dos objetivos da política monetária, os bancos centrais devem estar livres de interferência enquanto perseguem esses objetivos. Uma segunda tendência é a adoção de metas de inflação. Começando com a Nova Zelândia em dezembro de 1989 e seguido pelo Chile em janeiro de 1991, mais de vinte países adotaram alguma versão de metas de inflação. Por fim, a terceira tendência entre os bancos centrais com metas e os que não têm metas é a adoção de maior transparência na condução da política monetária. Na verdade, a transparência é cada vez mais vista como um padrão e um componente importante das melhores práticas em bancos centrais (WALSH, 2007, traduzido).

Conforme Blanchard (2012), o regime de metas de inflação foi tido em diversos países como o que há de mais novo e moderno na condução da política monetária e havia forte pressão para que os países emergentes, contaminados muitas vezes por um histórico de descontroles inflacionários, o adotassem.

Como vimos, a hipótese de expectativas racionais e a consequente inefetividade da política monetária em alterar emprego e produto a longo prazo, torna a política monetária um instrumento voltado acima de tudo para o controle do nível de preços, prezando sempre pela estabilidade destes últimos. A melhor forma de conseguir garantir a estabilidade de preços e a consequente estabilidade do crescimento, seria com uma série de regras que tornassem a atuação da Autoridade Monetária independente, cautelosa e previsível, de forma a não frustrar as expectativas dos demais agentes econômicos.

Alguns autores consideravam, acima de tudo, que na ausência de choques adversos, a estabilidade da inflação também seria suficiente para entregar um crescimento do produto estável, no que foi chamado de “divina coincidência”.

A hipótese implícita era que a inflação estável proporciona estabilidade econômica no sentido de um hiato do produto estável. Esse foi o caso em muitos modelos acadêmicos formais, particularmente no modelo novo-keynesiano de referência, que exibiu uma propriedade que Jordi Gali e eu chamamos de “divina coincidência”. Nesses modelos, se você mantivesse a inflação estável, também manteria um hiato do produto estável. Os dois andavam juntos, portanto não havia razão para olhar para o hiato do produto separadamente (BLANCHARD, 2012).

### 3.8 OPERACIONALIZAÇÃO DO RMI

Agora veremos como funciona o Regime de Metas de Inflação na prática. Além de uma simples ferramenta de política monetária, o Regime de Metas de Inflação está relacionado estreitamente com o regime de câmbio flexível e metas de superávit fiscal. Esses três fatores em conjunto compõem uma visão mais ampla de condução da economia brasileira, chamada frequentemente de Tripé Macroeconômico.

No que diz respeito à operacionalização das metas de inflação, conforme o Decreto Presidencial nº 3.088, estas são definidas com antecedência pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)<sup>4</sup>, que define também os intervalos de tolerância para essas metas. De acordo com a Resolução nº 2.615 do Banco Central do Brasil, o índice escolhido pelo CMN para a meta de inflação é o acumulado de janeiro a dezembro do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

---

<sup>4</sup> Quando o RMI foi implantado, o CMN era formado pelo Ministro de Estado da Fazenda, o Ministro do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil. Mais recentemente, a Lei nº 13.844 de 2019 alterou sua formação para o Ministro de Estado da Economia, o Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia e o Presidente do Banco Central do Brasil.



O responsável por perseguir a meta de inflação definida pelo CMN é o Banco Central, que através do seu Conselho de Política Monetária, define a meta para a taxa básica de juros, a chamada taxa Selic, de acordo com as projeções de inflação para a economia. O Banco Central então realiza operações de mercado aberto, ou seja, compra e vende títulos do governo, de modo a manter a taxa básica dentro da meta.

Espera-se que as oscilações na taxa básica de juros influenciem em seguida movimentos na taxa de juros de longo prazo, na taxa de câmbio e demais canais de transmissão. Em seu primeiro relatório de inflação, em 1999, o Banco Central do Brasil indica os principais canais pelos quais a política monetária brasileira se transmite, são eles: a taxa de juros, a taxa de câmbio, o preço dos ativos, o crédito e as expectativas. Cada um desses canais afetaria o nível de preços através do seu impacto sobre as decisões de poupança, investimento, gastos e, por consequência, sobre a demanda agregada.

### 3.9 PONTOS DE DEBATE

Apesar de o RMI estar fundamentado na teoria econômica predominante, a diversidade de correntes de pensamento econômico que não estão alinhadas com os postulados da teoria hegemônica garante o desenvolvimento de uma série de críticas a esse regime. A seguir irá se desenvolver uma apresentação de argumentos que se contrapõem ao controle da inflação via RMI.

#### 3.9.1 A Neutralidade da Moeda

Desde os escritos de David Hume até os debates mais recentes, a neutralidade da moeda é provavelmente a hipótese central, e mais controversa, da teoria monetária tradicional. Enquanto Keynes e seus seguidores sempre foram enfáticos na defesa do potencial da moeda para afetar o produto e o emprego em certas condições, os autores da escola novo-clássica reforçam que esses efeitos são temporários e logo são anulados pela elevação do nível de preços.

Mollo (2004) expõe o quanto a discussão sobre neutralidade ou não da moeda se sofisticou ao longo do tempo e ainda hoje é um importante indicador da ortodoxia ou heterodoxia no pensamento econômico. A visão tradicional/ortodoxa, de acordo com Serrano (2010), tenta se sustentar no pressuposto de que o produto potencial é independente da evolução da demanda ao longo do tempo. Forder (2006) salienta que é *“apenas porque as variações no emprego e, portanto, no número de transações são consideradas transitórias, que se pode presumir que as mudanças*

*na oferta de moeda afetam os preços em vez das quantidades*”. Utilizar a política monetária apenas como instrumento para o controle de preços indica então uma crença na neutralidade da moeda.

É a aceitação da neutralidade que justifica a prioridade de controle dos preços sobre a garantia do crescimento econômico. Por um lado, nestas concepções o mercado é o regulador mais eficiente e é preciso, por isso, garantir que os preços relativos não fiquem distorcidos por processos inflacionários. Além disso, como a moeda é neutra, o crescimento do produto não é percebido como muito comprometido. No máximo o será de forma transitória. É esta neutralidade, pois, ou a idéia de efeitos meramente transitórios da moeda sobre a economia real que torna mais fácil, para seus defensores, a proposição de controle monetário restritivo para redução da inflação, uma vez que os custos sociais envolvidos não tendem a ser encarados como elevados (MOLLO, 2004, pp.6).

Palley (2007), em uma clara crítica aos modelos tradicionais, argumenta que o principal fator a ser considerado para a política monetária é a estrutura da economia, enquanto expectativas racionais, distribuição de informação, aprendizado e credibilidade, apesar de importantes para a otimização da política monetária, são fatores de segunda ordem. Em uma análise teórica, o autor indica que a depender da estrutura da economia que é assumida nos modelos, surgem respostas ótimas diferentes. Quando a autoridade monetária se baseia em modelos que consideram a moeda como neutra, há um foco demasiado na inflação e apresentam-se resultados sub-ótimos nas demais variáveis.

A realidade é que a autoridade monetária está escolhendo um quádruplo que consiste em inflação, desemprego, salários reais e crescimento. A inflação é, portanto, apenas um elemento da escolha e deve ser apresentada como tal. Nessas condições, pode-se preferir uma inflação de três por cento em vez de uma inflação de dois por cento se isso gerar uma taxa de desemprego mais baixa, um salário real mais alto e um crescimento mais rápido. Isso contrapõe as metas de inflação como a estrutura para o discurso público de política monetária (PALLEY, 2007).

De acordo com Lira e De Jesus (2014), a não-neutralidade da moeda tende a ser defendida conforme os argumentos de Keynes e os autores que o seguiram. De acordo com estes, há especificidades em uma economia monetária em relação a uma economia de troca pura, que podem ser resumidas na capacidade da moeda em transportar a riqueza ao longo tempo em um ambiente de imprevisibilidade futura.

Segundo Carvalho (2005), como a moeda é tanto uma reserva de valor quanto utilizada para medir o valor das demais mercadorias, a alteração da sua disponibilidade e os termos em que ela é disponibilizada são capazes de alterar o preço das demais formas de riqueza, influenciando a produção corrente e as decisões de investimento, causando efeitos de longo prazo na economia.

### 3.9.2 Origem da Inflação

Uma das críticas que podem complementar o argumento contra a neutralidade da moeda compreende alguns fatores que podem gerar impactos inflacionários e não seriam adequadamente sanados através da política monetária, gerando ao invés disso, apenas pressões recessivas.

Sicsú (2007) defende que a inflação pode ter diversas causas, inclusive no “lado da oferta”, como o caso de aumentos salariais, aumento de margens de lucro e aumento em preços de insumos importados. O autor ressalta a necessidade de instrumentos específicos que atinjam as causas da inflação e não tentem impedir sua propagação deprimindo o restante da economia. Serrano (2010) reforça que a visão tradicional pressupõe que os choques de custo/oferta são aleatórios e, por conta disso, não se pode nem se deve “fazer muito” para controlar a inflação de custos.

Arestis & Sawyer (2008) discutem os grandes custos em termos de produto e emprego já que o efeito da taxa de juros sobre o investimento pode ser muito maior do que sobre o nível de preços.

Os preços do petróleo, variações cambiais, salários e impostos podem ter um grande impacto sobre a inflação, e um banco central não tem controle sobre esses fatores. Na medida em que a fonte de inflação é qualquer um desses fatores, as metas de inflação não teriam nenhum impacto. Choques negativos de oferta estão associados ao aumento da inflação e à queda do produto. Um banco central perseguindo metas de inflação teria que tentar conter a inflação, aprofundando assim a recessão (ARESTIS & SAWYER, 2008).

Já a interpretação da inflação por Rangel (1985), caracterizada por Nogueira (2017, pp. 11) como “*uma construção analítica que articula contribuições do materialismo histórico marxista e das teorias dos ciclos e crises de Kondratieff e Juglar à formação econômica e social brasileira*”, observa que, na economia brasileira, em virtude de um regime de competição oligopolizado, as corporações tendem a diminuir sua produção e aumentar os preços em meio às recessões. Adotando a interpretação de Rangel (1985), a tentativa de desaquecer a economia para conter a inflação teria o efeito contrário ao esperado.

## **4 PARTICULARIDADES DA TAXA DE JUROS BRASILEIRA**

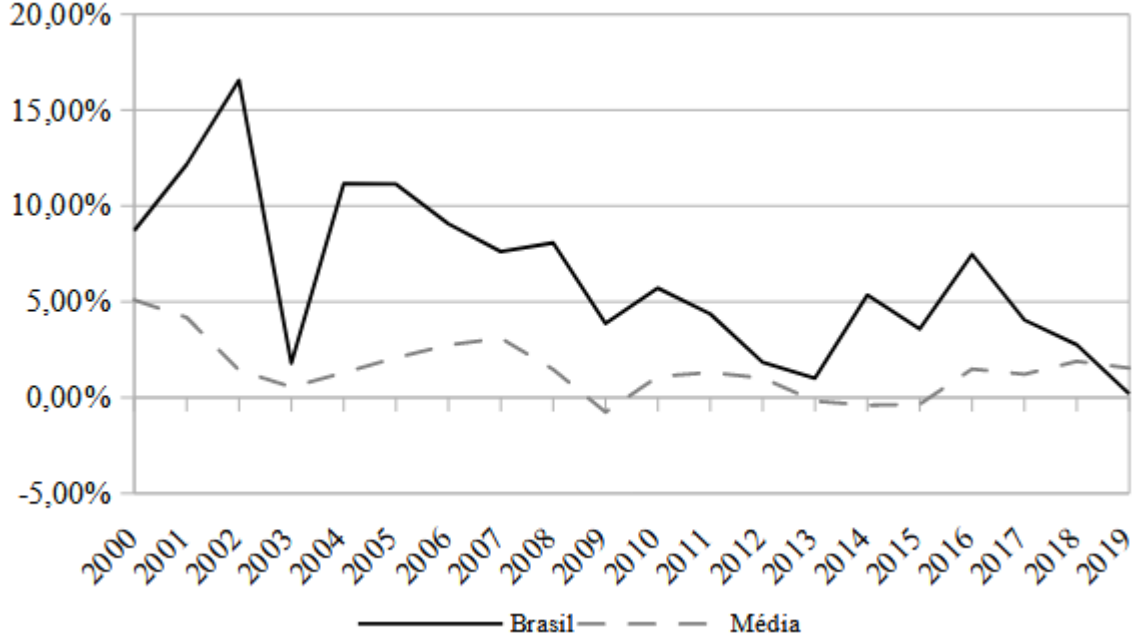
### **4.1 APRESENTAÇÃO**

Apesar de seguir o receituário tradicional ao adotar o Regime de Metas de Inflação, a economia brasileira desde 1999 apresentou um comportamento distinto dos demais países que obtiveram êxito em combater a inflação através deste regime.

A ferramenta de controle da inflação, através do RMI, se resume à taxa de juros básica da economia, definida pelo banco central e, de forma intermediária, seus canais de transmissão. Durante muitos anos, a taxa de juros de política monetária no Brasil foi significativamente maior que a adotada em países que também adotaram o RMI. Em meados dos anos 2000, por exemplo, o nível da taxa de juros real era tão elevado que se tornou a pauta de discussão mais presente entre diversos economistas brasileiros:

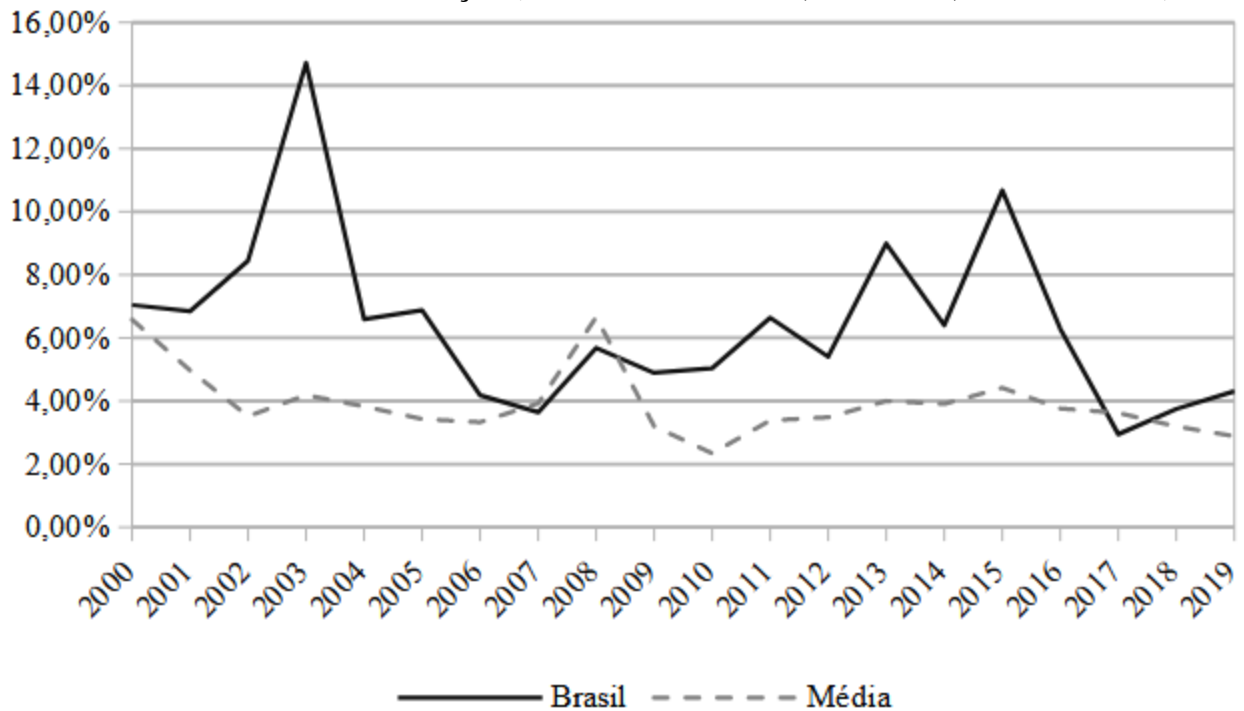
Uma década inteira já se passou desde a estabilização, e a despeito de ter se conseguido um avanço significativo na modificação dessas práticas e instituições no período que se encerra com a crise da Ásia em fins de 1997, é certo dizer que voltamos rigorosamente ao ponto de partida e sem muita clareza conceitual sobre o que fazer. A ênfase quase que exclusiva na implantação do regime de metas de inflação à semelhança do que existe nos países desenvolvidos, ocorrida em um momento macroeconômico delicado e sob a influência de um programa com o FMI, calou qualquer discussão sobre os aspectos institucionais de natureza local da formação da taxa de juros básica. Apenas mais recentemente, depois de cinco anos do regime de metas, tendo em conta resultados não especialmente brilhantes, enormes e justificadas queixas contra a maior taxa de juros real do planeta (ou, de forma mais ponderada, queixas contra a aceitação de taxas tão altas como parte na nossa normalidade) e muitas dúvidas sobre mecanismos de transmissão, é que o interesse acadêmico se volta para nossas velhas mazelas, quem sabe buscando uma agenda perdida, tempos atrás, de redesenho institucional da “casa das máquinas” da moeda nacional (FRANCO, 2005).

Na América Latina, Chile, Colômbia e México também adotaram o RMI em 1999, mesmo ano em que o Brasil, enquanto o Peru adotou este regime a partir de 2002. Ao comparar a taxa de juros adotada por estes países, verifica-se que a taxa de juros real brasileira desde a adoção do RMI é significativamente mais elevada e mais volátil que a média dos demais países.

**Gráfico 1 - Taxa de Juros Real (Brasil x Média Chile, Colômbia, México e Peru)**

Fonte: International Financial Statistics - Elaboração própria.

As elevadas taxas de juros podem ter contribuído para o controle do nível de preços no Brasil, mas mesmo assim, em quase todo o período, observamos que a taxa de inflação brasileira também se manteve superior à média de inflação de Chile, Colômbia, México e Peru.

**Gráfico 2 - Taxa de Inflação (Brasil x Média Chile, Colômbia, México e Peru)**

Fonte: International Financial Statistics - Elaboração própria.

Modenesi e Modenesi (2012) destacam cinco teses na ciência econômica que em conjunto podem vir a explicar por que a taxa de juros permaneceu elevada por tanto tempo: a ineficácia da política monetária em combater a inflação, a existência de equilíbrios múltiplos para taxa de juros, uma convenção pró-conservadorismo na condução da política monetária, a dependência da política fiscal e a presença de incerteza jurisdicional.

## 4.2 FATORES DE INEFICIÊNCIA

### 4.2.1 Preços Administrados

Considerando que boa parte do IPCA é composta por preços administrados por contratos ou órgãos governamentais, é de se esperar que esses preços não sejam afetados diretamente pelas variações da demanda agregada e tampouco pelas decisões da política monetária. Mesmo após o Plano Real, ainda existem alguns indexadores de preços que não foram extintos e podem contribuir para que o componente inercial da inflação persista mesmo com altas taxas de juros, como é o caso do preço do aluguel, que é corrigido anualmente pelo Índice Geral de Preços Mercado (IGP-M). Além dos preços administrados pelo governo, há setores oligopolizados da economia que têm mais liberdade para elevar seus preços e repassar os custos financeiros de uma alteração na taxa de juros ao consumidor sem afetar sua produção, o que também pode atrapalhar o efeito esperado da política monetária. Exige-se então que o efeito sobre a variação nos preços não-administrados em mercados competitivos seja suficientemente grande para compensar o movimento independente dos preços administrados (pelo governo ou pelos oligopólios).

### 4.2.2 As Letras Financeiras do Tesouro

A obstrução de um ou mais dos canais de transmissão da política monetária pode comprometer a eficácia da política monetária, exigindo uma atuação muito agressiva da Autoridade Monetária para atingir seus objetivos.

As Letras Financeiras do Tesouro (LFT) são títulos pós-fixados que replicam as variações da taxa de juros e compõem em 2020 cerca de 40% da dívida pública mobiliária federal. Com sua origem vinculada ao período de inflação anterior ao Plano Real, este título emitido pelo governo tem como objetivo proteger seus detentores do risco de mercado gerado pelas alterações da taxa de juros. Em um título prefixado, o preço do título tende a cair toda vez que a taxa de juros é elevada, isso não acontece com as LFTs. A insensibilidade do preço das LFTs às decisões de política

monetária seria, portanto, um fator de obstrução do canal “preço dos ativos”, ou canal “consumo-riqueza”.

Portanto, sendo nula a duração das LFTs, não há a ocorrência do chamado efeito riqueza derivado de elevações da taxa de juros. Ao contrário do que ocorre com os títulos prefixados, por exemplo, em que aumentos da taxa Selic diminuem o preço de mercado do título e, portanto, “tornam os detentores de tais ativos mais pobres”, no caso das LFTs esse mecanismo inexistente (AMARAL & OREIRO, 2008, pp. 8).

Em reforço ao efeito obstrutivo das LFTs ao canal de transmissão de preço dos ativos, as instituições financeiras podem inclusive oferecer diversos produtos financeiros referenciados na taxa de remuneração das LFTs. Apesar disso, estudos como o de Lettau (2002) questionam empiricamente o próprio canal de preços dos ativos como componente relevante da transmissão da política monetária, já que as evidências sobre seu impacto sobre o consumo são escassas. No caso específico das LFTs, Paes (2019) também argumenta quanto à ausência de empecilhos ao pleno funcionamento do RMI, reforçando a tese de Lettau (2002) de que as variações nos preços dos ativos pouco influenciam as decisões de consumo.

A crescente liberalização financeira, a globalização de mercados e o surgimento de novos mecanismos de gerenciamento de fundos, ao criarem facilidades de acesso a uma gama de ativos rentáveis e líquidos, desvincula do consumo o fluxo de renda gerado no mercado financeiro. Os rendimentos auferidos com as LFT são realocados no portfólio de ativos dos investidores, não se consolidando em demanda efetiva (PAES, 2019, pp. 143).

Concluimos que a divergência entre os autores reside no fato de alguns considerarem que as LFTs são um mecanismo de obstrução do canal do preço dos ativos e consequentemente da eficiência da política monetária, enquanto os demais consideram o próprio canal de preço dos ativos irrelevante para a transmissão da política monetária brasileira.

#### **4.2.3 Crédito Direcionado**

O crédito subsidiado também é comumente citado como fator relevante para que a taxa selic tenha de ser tão elevada para conter a inflação, já que algumas empresas, ao realizar investimentos de longo prazo em áreas consideradas estratégicas pelo governo, acabam obtendo a vantagem de obter crédito a taxas inferiores à selic e seriam então insensíveis às decisões de tomadas pelo Copom.

O custo dos empréstimos concedidos tanto pelo BNDES quanto pela CEF tem sido sistematicamente inferior à taxa Selic ou ao custo do dinheiro no curtíssimo prazo. Isso reduz a potência da política monetária em comparação com uma situação alternativa, em que a taxa Selic afetasse também os créditos oriundos da CEF e do BNDES. Como consequência, a taxa Selic necessária para viabilizar uma determinada meta inflacionária

tem de ser maior do que seria se os créditos da CEF e do BNDES tivessem seu preço fixado de forma não subsidiada (ARIDA, 2005).

Erber (2008) também alertou quanto ao interesse do Banco Central e das instituições financeiras em acabar com as taxas de juros diferenciadas cobradas através dos bancos públicos.

O Banco Central gostaria de repassar todos os recursos direcionados ao mercado “livre”, com o intuito de aumentar a disponibilidade de crédito e, portanto, supostamente, baixar as taxas de juros. O sistema financeiro, um oligopólio muito unido e funcional, também gostaria de obter esses recursos, mas sem nenhuma obrigação de cumprir os papéis desempenhados pelos bancos públicos (ERBER, 2008).

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) era a principal taxa de juros cobrada pelo crédito direcionado do BNDES até 2017, mas foi extinta justamente com essa prerrogativa de que isso aumentaria a eficácia da política monetária e, conseqüentemente, permitiria a redução das taxas cobradas nos financiamentos como um todo, sem distinções.

Cabe lembrar também que, ao incentivar o investimento de longo prazo em determinadas áreas, o crédito direcionado pode contribuir para o aumento do produto potencial, da capacidade exportadora e da participação da indústria na economia, que por ser mais sensível às variações da taxa de juros, pode aumentar o efeito da política monetária a longo prazo.

Ao longo do tempo, o crédito direcionado, especialmente sobre a tutela de uma instituição desenvolvimentista como o BNDES, que é o principal provedor de recursos de longo prazo aos projetos da indústria e da infraestrutura no país, gera melhores índices de produtividade na economia. Isto tende a cooperar para a redução da inflação ao longo do tempo, visto que expande a oferta agregada, além de contribuir para o crescimento e desenvolvimento econômico do país (PAES, 2019, pp.149-150).

#### 4.3 INCERTEZA JURISDICIONAL

Arida, Bacha e Lara-Resende (2005) levantaram a possibilidade de as taxas de juros praticadas serem sustentadas por questões institucionais. O que é chamado pelos autores de incerteza jurisdicional seria fruto de uma convenção social que costuma desfavorecer os credores em relação aos tomadores de crédito, convenção essa presente em todo o mundo mas especialmente aguda no Brasil. A falta de segurança legal seria então um motivo para manter o capital dos poupadores apenas em segmentos de curto prazo. Na inexistência de um segmento financeiro de longo prazo no país, a potência da política monetária sobre o canal do crédito não seria totalmente exercida.

A incerteza jurisdicional é, portanto, a razão por trás da inexistência de crédito de longo prazo e de instrumentos financeiros de longo prazo. A maneira difusa e não quantificável pela qual afeta o valor real de contratos financeiros de longo prazo impede o desenvolvimento de um grande mercado financeiro de longo prazo. Não se pode esperar que os poupadores sejam receptivos a contratos financeiros de longo prazo se for



impossível precificar a incerteza que afeta seu valor de compra. A incerteza jurisdicional reduz a disponibilidade geral de crédito. Os contratos de dívida garantida não são suficientes para estimular a oferta de crédito porque o sistema judicial torna o direito dos credores de reaver a garantia difícil de exercer. A qualidade da execução das garantias é ruim porque tanto a lei quanto a jurisprudência são tendenciosas para o devedor. Mesmo que o credor tenha conhecimento suficiente do devedor e se sinta confortável em emprestar a ele por um longo período, a incerteza jurisdicional tornará seu crédito ilíquido (ARIDA, BACHA & LARA-RESENDE, 2005).

De acordo com Bresser-Pereira e Gomes (2009), de fato, há uma necessidade de que haja reformas para garantir essa “certeza jurisdicional”, mas este fato não é suficiente para explicar o patamar das taxas de juros brasileiras, já que, no passado, as instituições brasileiras eram ainda piores e as taxas de juros não eram tão elevadas. Além disso, os autores ressaltam a existência de países que possuem classificações de risco iguais ou piores e taxas de juros significativamente menores.

#### 4.4 DEPENDÊNCIA DA POLÍTICA FISCAL

A ideia de dependência de política fiscal é talvez a mais amplamente difundida, inclusive entre os formuladores de política, já que as atas de reunião mais recentes do Copom contém incontáveis menções à política fiscal. Entende-se por política fiscal a gestão orçamentária do governo, incluindo despesas, arrecadação e gestão da dívida pública. Como a taxa selic é vinculada aos títulos públicos como prêmio de risco e os gastos do governo também influenciam a demanda agregada, a política monetária deve estar estreitamente coordenada com a política fiscal. Nesse sentido, a taxa de juros brasileira teria estado elevada por tanto tempo por falta de sincronia com a política fiscal. Goldfajn & Bicalho (2011) compartilham desta visão de que uma contração dos gastos públicos pode abrir espaço para uma política monetária mais flexível e juros mais baixos.

Portanto, a adoção de uma política fiscal mais conservadora, especialmente via redução permanente da taxa de crescimento dos gastos correntes, contribuiria para a redução da taxa de juro real de equilíbrio tanto no curto prazo quanto no longo prazo. A redução do crescimento dos gastos correntes, tudo o mais constante, aumenta a poupança da economia, reduzindo o juro real de equilíbrio (GOLDFAJN & BICALHO, 2011).

As altas taxas de juros, segundo esta visão, são produto da falta de previsibilidade quanto aos rumos da dívida pública e da ausência dos ajustes fiscais necessários.

#### 4.5 EQUILÍBRIOS MÚLTIPLOS

A hipótese de equilíbrios múltiplos expõe um possível componente extremamente perverso da política monetária, pois a taxa de juros é vinculada à dívida do governo e pior, por conta das

LFTs, é instantaneamente ligada. De acordo com esta teoria, há múltiplos equilíbrios possíveis entre a taxa de juros e o nível de inflação, a depender do risco de *default*, ou seja, da possibilidade de não pagamento da dívida. Assim, caso a elevação da taxa de juros seja exacerbada de tal forma que venha a refletir em aumentos progressivos da dívida pública, implicando em questionamentos quanto à capacidade do governo em honrar seus débitos, haverá uma fuga de capitais e uma consequente desvalorização cambial que tende a pressionar ainda mais a inflação. O Copom se veria então influenciado a aumentar ainda mais a taxa de juros como meio de conter a inflação e a fuga de capitais, agravando o processo.

Bresser-Pereira & Nakano (2002) indicaram logo nos primeiros anos do RMI que a taxa de juros brasileira não refletia o “efetivo risco-país” e estaria no chamado “equilíbrio perverso”, onde a elevação da taxa de juros contribui para elevar o risco de default e acaba afastando os credores ao invés de atraí-los.

Taxa de juros acima de 10% ao ano em termos reais são consideradas aberrações na teoria econômica. Elas podem, entretanto, ser explicadas a partir de um modelo macroeconômico em que há dois equilíbrios, um estável e outro perverso. O segundo equilíbrio é possível porque à medida que aumenta a taxa de juros aumenta a probabilidade de o devedor entrar em default. O Brasil encontra-se nesse segundo equilíbrio (BRESSER-PEREIRA & NAKANO, 2002, pp. 23).

Ressalta-se que o equilíbrio em questão é uma situação excepcional em que a taxa de inflação se torna quase incontrolável pela atuação tradicional da política monetária e, por conta disso, dificilmente explica todo o período em análise no presente trabalho. Favero e Giavazzi (2004) reforçam o argumento de Bresser-Pereira e Nakano (2002) quanto à existência do equilíbrio perverso em 2002, mas sugerem que a situação foi trazida de volta à normalidade através de um ajuste na política fiscal em 2003.

Na experiência do Brasil, acreditamos ter identificado um interessante episódio em que isso pode ter acontecido, pelo menos por um curto período durante 2002. Mas o episódio também mostra quão crítico é o comportamento da política fiscal. O Brasil, em 2002, provavelmente havia caído em um mau equilíbrio, onde a política fiscal estava prejudicando a eficácia da política monetária. Mas a economia estava no limite: uma pequena mudança na regra fiscal, como a anunciada pelo governo Lula em janeiro de 2003, foi suficiente para trazer a economia de volta à normalidade, reduzir rapidamente o spread do Embi, estabilizar a taxa de câmbio e, por meio dessas duas variáveis, as expectativas de inflação, a inflação e a dinâmica da dívida pública (FAVERO & GIAVAZZI, 2004, pp.16-17, traduzido).

#### 4.6 CONVENÇÃO PRÓ-CONSERVADORISMO

A tese de convenção pró-conservadorismo na condução da política monetária, como o próprio nome sugere, propõe que haja uma coalizão de interesses em torno de uma política

monetária mais restritiva. Essa convenção teria contribuído para que a redução da taxa básica de juros pelo Copom tenha sido mais cautelosa que o desejável para beneficiar determinados grupos de interesses.

Buscando fazer um teste empírico das hipóteses que justificariam a alta taxa de juros real praticada pelo Banco Central, Balliester Reis (2016) reúne os diversos argumentos que são apresentados por autores ortodoxos e heterodoxos e os compara com países selecionados. No modelo da autora, nenhuma das variáveis testadas teve poder de explicação satisfatório para o patamar da taxa de juros real brasileira, o que sugere que há alguma outra especificidade brasileira que não foi capturada pelo modelo. Dessa forma, a autora indica uma leitura do problema através da economia política, atribuindo responsabilidade ao interesse da classe rentista no Brasil.

Com base na literatura de economia política, minha sugestão é que a classe rentista no Brasil tem forte influência no estabelecimento das taxas de juros do banco central e que isso pode ajudar a explicar o fenômeno das taxas de juros reais extraordinariamente altas. Essa suposição poderia ser abordada em pesquisas futuras (BALLISTER REIS, 2016, traduzido).

De acordo com Modenesi (2014), apesar de formalmente buscar a estabilidade de preços, a política de altas taxas de juros, e consequentemente o câmbio valorizado, tinha ganhadores e perdedores bem definidos.

Mas essa convenção não é benéfica apenas para o sistema financeiro e os rentistas. Em linha com a lógica da financeirização – que marca o país no período analisado –, as empresas do setor produtivo, principalmente as com alta geração de caixa, também se beneficiam do binômio juros altos-câmbio valorizado, ao obter ganhos financeiros polpudos com a aplicação de seu caixa. Destacam-se os industriais produtores de bens intermediários; produtores e comercializadores de commodities; atacadistas; cadeias de lojas de bens de consumo, por exemplo. A elevada exposição da Aracruz e da Sadia a derivativos cambiais (vinda à tona em fins de 2008) ilustra bem esse fato (MODENESI, 2014).

A suposta coalizão de interesses em torno das altas taxas de juros inclui então diversos agentes, desde os empresários à mídia, incluindo também o Banco Central, que se beneficia da “credibilidade” de ser uma autoridade séria e extremamente intolerante aos avanços inflacionários.

#### 4.7 OBSERVAÇÕES

Este capítulo buscou fazer um balanço dos principais argumentos quanto aos determinantes da taxa de juros brasileira e possivelmente alguns não foram tratados com a profundidade merecida, da mesma forma que alguns argumentos talvez não tenham sido citados. A literatura que aborda

esse assunto é vasta e ainda inconclusiva, talvez apenas o decorrer da história e os avanços da teoria econômica poderão dar mais clareza aos fatos.

Também não foi o objetivo deste capítulo elencar as teses mais ou menos relevantes, considerando a complexidade da matéria e a evidente coexistência das justificativas apresentadas, cada uma das concepções dos autores tem seu potencial explicativo.

## 5 EFEITOS COLATERAIS DE UMA TAXA SELIC ELEVADA

### 5.1 APRESENTAÇÃO

Para além das causas que justificam ou não os patamares da taxa de juros brasileira, este capítulo busca refletir sobre os danos causados à economia do país após o longo período de juros acima dos padrões internacionais. Considera-se que as controvérsias aqui são significativamente menores.

Destacam-se três prováveis efeitos nocivos: o crescimento abaixo do potencial, o racionamento do crédito e o impacto sobre a dívida pública. Estes três efeitos podem ser inter relacionados e auto-agravantes.

### 5.2 CRESCIMENTO ABAIXO DO POTENCIAL

Ao fugir da ideia de neutralidade da moeda que permeia os modelos novo-clássicos, podemos observar e admitir que a alta taxa de juros pode prejudicar o nível de atividade da economia ao longo do tempo, pois inviabiliza uma série de investimentos que seriam vantajosos em cenários de taxa de juros em patamar adequado.

Em uma abordagem narrativa do período pós-guerra nos Estados Unidos, Romer e Romer (1989) encontraram evidências que demonstram efeitos de uma política monetária contracionista praticada pelo Federal Reserve (banco central americano) nos níveis de atividade econômica.

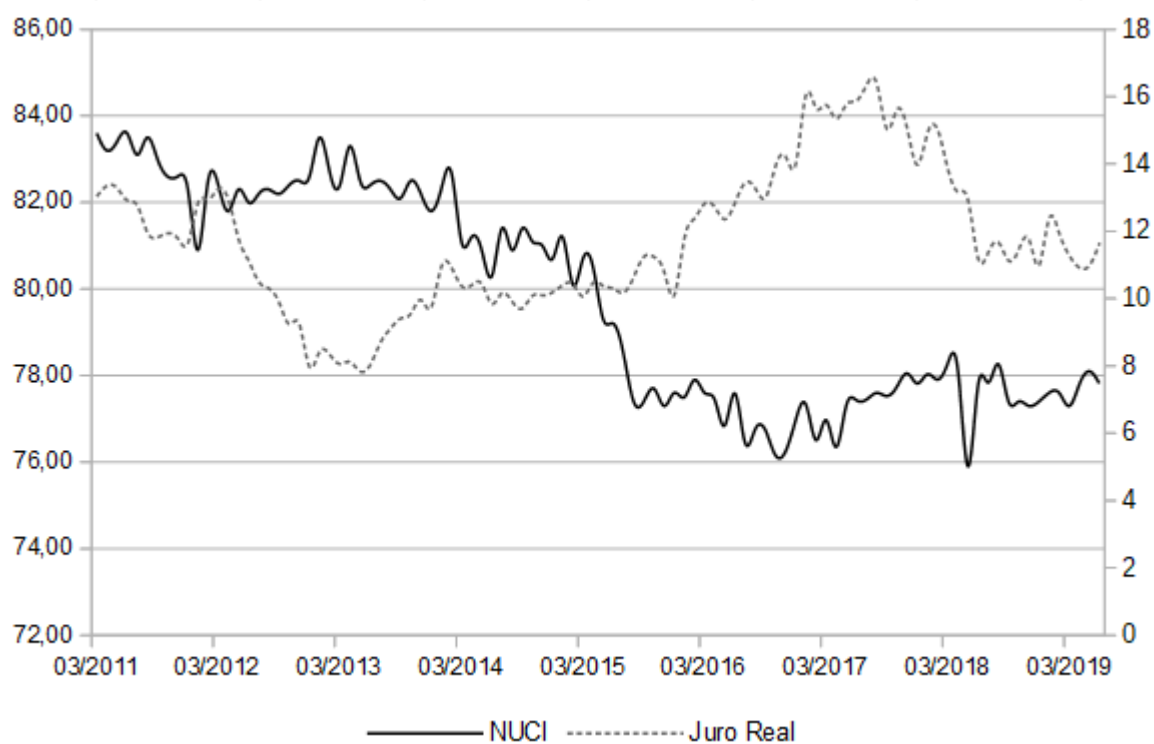
Os desenvolvimentos econômicos após essas mudanças na política do Federal Reserve fornecem evidências decisivas da importância da política monetária. Em todos os casos, a produção caiu substancialmente abaixo do que seria de esperar. A mudança para uma política monetária anti-inflacionária levou, em média, a uma redução final da produção industrial de 12% e a um aumento final da taxa de desemprego de dois pontos percentuais. Estes resultados são altamente estatisticamente significantes (ROMER & ROMER, 1989, traduzido).

A fim de ilustrar essa relação no Brasil, o Gráfico 3 exibe a média das taxas de juros reais cobradas pelas instituições financeiras e o nível de utilização da capacidade instalada na indústria brasileira de 2011 a 2019. Como é de se esperar, verifica-se uma relação inversa entre as taxas de juros reais e o nível de utilização da capacidade instalada no período analisado.

Verifica-se também singelas evidências que colaboram para a hipótese de que a política monetária seja um instrumento eficiente para a contração da demanda agregada mas não tão eficiente para o seu estímulo, já que as elevações das taxas de juros são acompanhadas por seguidas reduções no nível de capacidade instalada, enquanto as reduções da taxa de juros são acompanhadas por poucas oscilações no nível de capacidade instalada. Esta situação talvez seja

melhor explicada por Cerqueira (2012), que testa empiricamente a possibilidade de assimetria no impacto da política monetária no período de 2003 a 2010. Os resultados encontrados indicam que a política monetária é potencializada se utilizada como um choque pró-cíclico, reforçando o avanço do crescimento e da inflação. De maneira análoga, quando a política monetária é utilizada como mecanismo contra-cíclico, seus efeitos sobre inflação e crescimento são ínfimos ou na direção contrária do esperado.

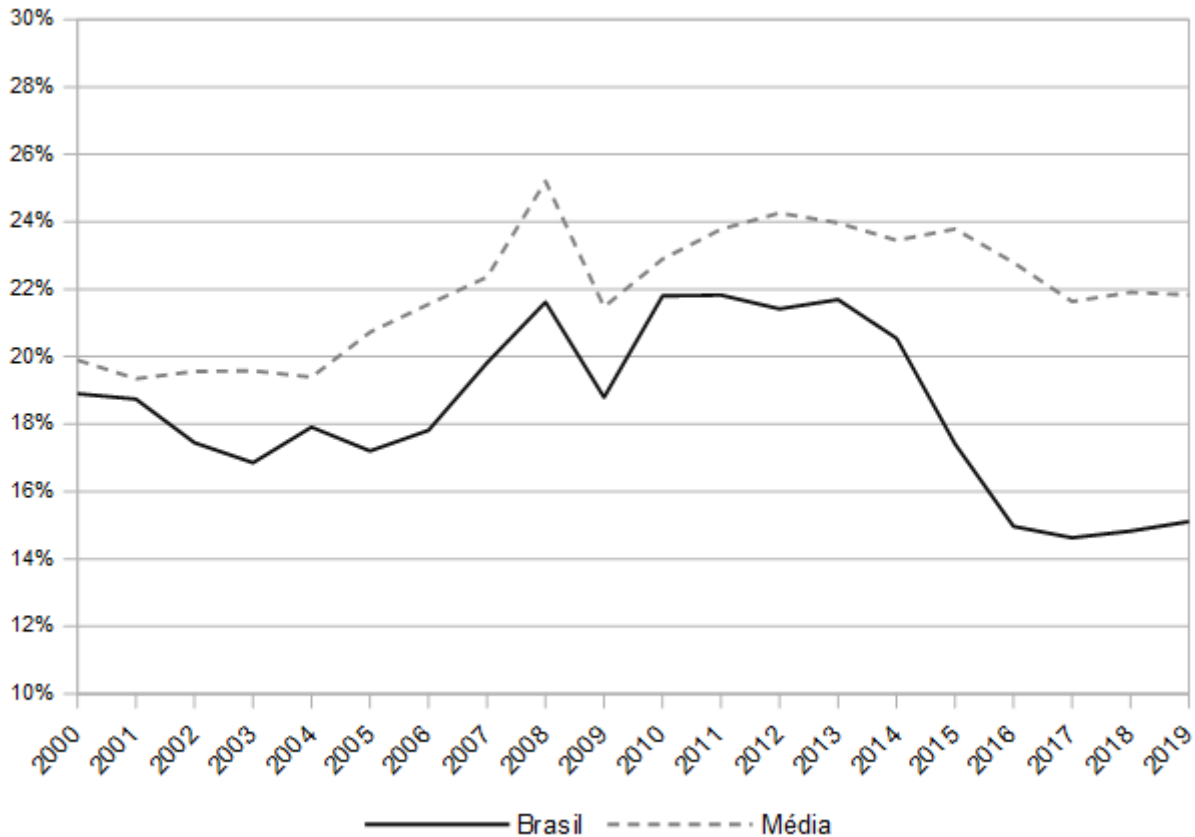
**Gráfico 3 - Nível de Utilização da Capacidade Instalada da Indústria (%) x Média da Taxa de Juros Real das operações de crédito a pessoa jurídica**



Fonte: Banco Central do Brasil e CNI - Elaboração própria.

Ao observar a formação bruta de capital fixo (FBCF) brasileira em comparação com os mesmos países anteriormente citados, verificamos que o investimento brasileiro sempre foi inferior à média desses países. Como agravante, essa diferença aumentou de forma expressiva entre 2013 e 2016, período em que podemos verificar através do gráfico anterior uma elevação correspondente nas taxas de juros reais aqui no Brasil. Tal elevação provavelmente teve o papel de comprimir as expectativas de lucro dos empresários, mas também não pode ser vista como um fator isolado, já que há diversos outros fatores com poder de explicação sobre a queda da FBCF nesse período.

**Gráfico 4 - Formação Bruta de Capital Fixo como proporção do PIB  
(Brasil x Média Chile, Colômbia, México e Peru)**



Fonte: International Financial Statistics - Elaboração própria.

Stiglitz (2008) questiona o custo em níveis de atividade e emprego de se seguir à risca as ideias de um regime de metas de inflação em um contexto de crise internacional, já que, segundo o autor, não há razões suficientes para acreditar que o aumento das taxas de juros seja o melhor a se fazer independentemente das causas da inflação. Nas palavras do autor, “a cura seria pior que a doença”.

O aumento das taxas de juros pode reduzir a demanda agregada, o que pode desacelerar a economia e controlar os aumentos nos preços de alguns bens e serviços, especialmente bens e serviços não comercializáveis. Mas, a menos que sejam levadas a um nível intolerável, essas medidas por si só não podem trazer a inflação para os níveis desejados (STIGLITZ, 2008, traduzido).

Diversos estudos empíricos já mostraram que o impacto na variação das taxas de juros é significativamente maior no nível de capacidade utilizada do que no nível de inflação medido pelo IPCA. Oreiro et al (2012) afirmam que as variações da taxa selic explicam 11,81% das variações

da utilização de capacidade e 3,69% das variações do IPCA durante o período de julho de 2001 a abril de 2008.

### 5.3 IMPACTO SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA

De acordo com Sargent & Wallace (1981), quando o governo estabelece seu orçamento e as metas da política fiscal são definidas com antecedência em relação à política monetária, a Autoridade Monetária poderia ser forçada a permitir mais inflação para cumprir as metas do governo e evitar os aumentos na dívida pública. Porém, como observado por Carvalho et al (2016), o RMI simplesmente dificulta que a política monetária tenha tal flexibilidade.

A adoção de metas de inflação com taxas de câmbio flutuantes por bancos centrais (semi) independentes tem apresentado desafios adicionais aos mercados emergentes, pois além de não prevenir o risco de dominância fiscal, esses regimes podem potencialmente aumentar o grau de instabilidade financeira (CARVALHO et al, 2016, pp. 558).

Bastos (2016) relata que a dívida pública, apesar de absolutamente normal em uma economia capitalista, é agravada em cenários de recessão prolongada e juros muito elevados. De acordo com este autor, a relação Dívida pública/PIB é fundamentalmente determinada pelo nível de crescimento da economia e das taxas de juros.

O custo fiscal de uma política prolongada de juros altos não apenas desloca um volume significativo do orçamento corrente para o pagamento de juros, mas pode gerar uma trajetória insustentável que resultaria eventualmente em moratória da dívida ou em emissão de moeda para pagá-la, o que em certas circunstâncias pode provocar inflação e desvalorização cambial (BASTOS, 2016).

Partindo dessa interpretação, as taxas de juros saem da receita da solução e se inserem na composição de um problema ainda maior, uma espiral de contração de investimentos e receitas tanto no setor público quanto no setor privado que Bastos (2016) chama de austericídio.

### 5.4 RACIONAMENTO DO CRÉDITO

Uma importante e muito difundida contribuição para a discussão sobre o patamar das taxas de juros é dada por Stiglitz (1981). De acordo com o autor, por conta da presença de informações imperfeitas, as taxas de juros cobradas pelos bancos podem influenciar o risco de seus empréstimos através da seleção adversa dos tomadores ou simplesmente afetando a tomada de decisão dos próprios tomadores de empréstimos. É de se esperar que os investidores que tomarem empréstimos a taxas de juros muito elevadas estejam envolvidos em um projeto que deve entregar lucros acima da média e, conseqüentemente, projetos mais arriscados. Por conta do nível de inadimplência, a expectativa de recebimento acima de certo patamar de taxa de juros tende a diminuir. Tiriaki et al



(2017) verifica empiricamente que uma elevação nas taxas de juros acarreta, com alguma defasagem, em elevação da inadimplência e do racionamento de crédito na economia brasileira.

## **6 POLÍTICA INTERNACIONAL MONETÁRIA PÓS-CRISE FINANCEIRA**

A política monetária internacional passou por mudanças após a Crise Financeira de 2007-2008. A crise, que começou no mercado imobiliário norte-americano, rapidamente se alastrou por toda a economia global. A confiança nos sistemas financeiros foi abalada, gerando enormes custos em termos de emprego e renda, principalmente nas economias mais desenvolvidas.

Ao contrário dos países emergentes, os países mais desenvolvidos costumam apresentar baixas taxas de inflação e baixas taxas de juros simultaneamente. Antes da Crise Financeira de 2007-2008, as taxas de juros nominais praticadas na Europa já giravam em torno de 3% a.a., por exemplo. Logo após a crise, os bancos centrais das economias mais avançadas começaram a buscar todas as formas possíveis de acalmar as tensões do mercado, adotando taxas de juros nominais próximas a zero. Também foram adotados programas de empréstimo ou de compra de ativos, para aumentar a oferta de moeda no mercado, o que é chamado de Quantitative Easing.

Outra ferramenta utilizada pelos bancos centrais para reforçar os efeitos da política monetária foi ampliar sua comunicação, de forma a oferecer informações mais detalhadas, tanto a respeito de sua atuação no presente quanto no futuro, indicando com antecedência a trajetória prevista das suas próximas decisões. Essas indicações são comumente chamadas Forward Guidance.

O Quantitative Easing (QE) e o Forward Guidance (FG) são considerados instrumentos não-tradicionais para a política monetária e foram utilizados em um contexto em que se acreditava que as taxas de juros das economias avançadas já eram tão baixas que sua alteração não poderia trazer mais quaisquer benefícios.

Se, por um lado, as taxas de juros próximas a zero eram úteis para tentar melhorar as condições de negócios em um cenário desfavorável, elas também direcionaram grande parte do fluxo de investimentos para ativos de alto risco. Para conter a vulnerabilidade do sistema financeiro internacional e evitar a recorrência de uma avalanche de falências bancárias, os bancos centrais passaram a lançar mão das “medidas macroprudenciais”, medidas de cunho regulatório que impõem limites e barreiras para a operação das instituições financeiras. Essas medidas são mais um exemplo de instrumento não-tradicional recorrido pelos bancos centrais para lidar com uma situação excepcional.

De início, as políticas alternativas pareciam uma exceção à regra, sendo utilizadas apenas para combater a deflação e a recessão iminentes, além de garantir a estabilidade do sistema

financeiro global, problemas estes de tamanha dimensão que não poderiam ser sanados através do simples manejo da taxa de juros. Mas logo estas políticas alternativas se difundiram e começaram a ser utilizadas de forma mais frequente, enquanto os bancos centrais ainda tateavam a questão da sua eficácia. De acordo com Fawley e Neely (2013), as políticas de Quantitative Easing, por exemplo, tinham como objetivo inicial aliviar as tensões de mercado, mas esse objetivo logo passou a incluir também o alcance de metas inflacionárias, estímulo da atividade econômica e controle da crise da dívida na Europa. Nas palavras de Blanchard (2012), “mudamos de um mundo de um alvo e um instrumento para um mundo onde há muitos alvos e muitos instrumentos”.

Como foi visto no capítulo 2 deste trabalho, as políticas monetárias com foco em controle de preços via taxa de juros, como o Regime de Metas de Inflação, tem seu arcabouço sustentado na teoria dominante nos meios acadêmicos. Após a Crise Financeira de 2007-2008 e as medidas não convencionais adotadas para combatê-la, ressaltam-se duas questões, a saber, se as medidas não convencionais serão “efetivadas” na condução da política monetária, e o quanto o paradigma da ciência econômica foi afetado após esses eventos.

Quanto à continuidade das medidas não convencionais, Blinder et al (2017) realizaram uma ampla pesquisa com representantes de bancos centrais e acadêmicos para tentar entender as perspectivas de uso de cada instrumento no futuro. Como era de se esperar, os resultados da pesquisa não permitem conclusões muito profundas, mas acredita-se que cada instrumento passe a ser mais utilizado pelos bancos centrais de acordo com a experiência adquirida em seu manejo.

A maior incógnita é a forma precisa do instrumento definido no futuro. Em primeiro lugar, ainda se desconhece muito sobre os custos e benefícios das políticas não convencionais recentes - uma incerteza refletida no tom cauteloso de muitos governadores de bancos centrais. Mais pesquisas sobre FG, QE e taxas negativas são, portanto, necessárias, especialmente quando podemos avaliar como os bancos centrais gerenciam suas “saídas”. Em segundo lugar, embora muitas pessoas vejam a política macroprudencial como a onda do futuro (ou mesmo do presente), não há um amplo consenso sobre quais formas a política macroprudencial realmente tomaria - o que não é surpreendente neste estágio inicial. Como nossos banqueiros centrais freqüentemente disseram, é muito cedo para julgar (BLINDER et al, 2017).

Já em relação ao campo acadêmico, e à sustentação do Regime de Metas de Inflação, há a costumeira vastidão de interpretações. Mishkin (2011) estabelece nove princípios que governaram a política monetária antes da crise<sup>5</sup> e, em seguida, estabelece as cinco lições que, segundo o autor,

---

<sup>5</sup> Os nove princípios são os seguintes: 1. A inflação é sempre um fenômeno monetário; 2. Estabilidade de preços possui benefícios importantes; 3. Não há uma troca entre inflação e desemprego no longo prazo; 4. Expectativas cumprem um papel crucial na macroeconomia; 5. O princípio de Taylor é necessário para a estabilidade de preços; 6. O problema da inconsistência temporal é relevante para a política monetária; 7. A independência do Banco Central

deveriam ser consideradas após a crise<sup>6</sup>. A partir dessa análise, Mishkin (2011) acredita que, apesar de agora estar claro como a política monetária está relacionada à estabilidade financeira, os princípios da teoria econômica devem seguir os mesmos.

Cada uma das cinco lições da crise são completamente ortogonais à teoria ou trabalho empírico que apoia os oito princípios da nova síntese neoclássica. As lições de forma alguma enfraquecem a defesa de qualquer um desses princípios. (...) Isso nos diz que não devemos jogar fora tudo o que aprendemos no campo da economia macro / monetária nos últimos quarenta anos, como alguns especialistas parecem sugerir. Em vez disso, grande parte do edifício da ciência da política monetária ainda é claramente tão válido hoje quanto era antes da crise (MISHKIN, 2011, traduzido).

Por outro lado, Blanchard (2012) defende que a crise trouxe a lição de que a política monetária precisa utilizar todos os seus recursos e instrumentos para atingir não só a meta de inflação, mas também garantir uma boa condução dos níveis de risco e do hiato do produto.

A ligação entre a estabilidade da inflação e o hiato do produto é provavelmente muito mais fraca do que se pensava originalmente. Em vários países, o comportamento da inflação parece ter se tornado cada vez mais dissociado da evolução do hiato do produto. (Isso é difícil de provar, dado que o produto potencial e, conseqüentemente, o hiato do produto não são observáveis.) Se for esse o caso, os banqueiros centrais que se preocupam com a macro-estabilidade não podem se contentar apenas em manter a inflação estável. Eles precisam observar tanto a inflação quanto o hiato do produto, medidos da melhor maneira possível. Ninguém observará o hiato do produto por eles (BLANCHARD, 2012, traduzido).

Reconhecendo como pretensiosidade a tentativa de definir qual visão está correta sobre o futuro do paradigma da ciência monetária neste texto, nos contentaremos por enquanto apenas em expor que a Crise Financeira de 2007-2008 tanto desafiou as autoridades monetárias quanto a teoria econômica dominante, de forma a gerar repercussões duradouras a medida que novos estudos sejam capazes de revelar os mais variados efeitos das medidas adotadas.

---

melhora a performance macroeconômica; 8. O comprometimento crível com uma âncora nominal promove estabilidade de preços e produto. 9. Atritos financeiros têm um papel importante no ciclo dos negócios.

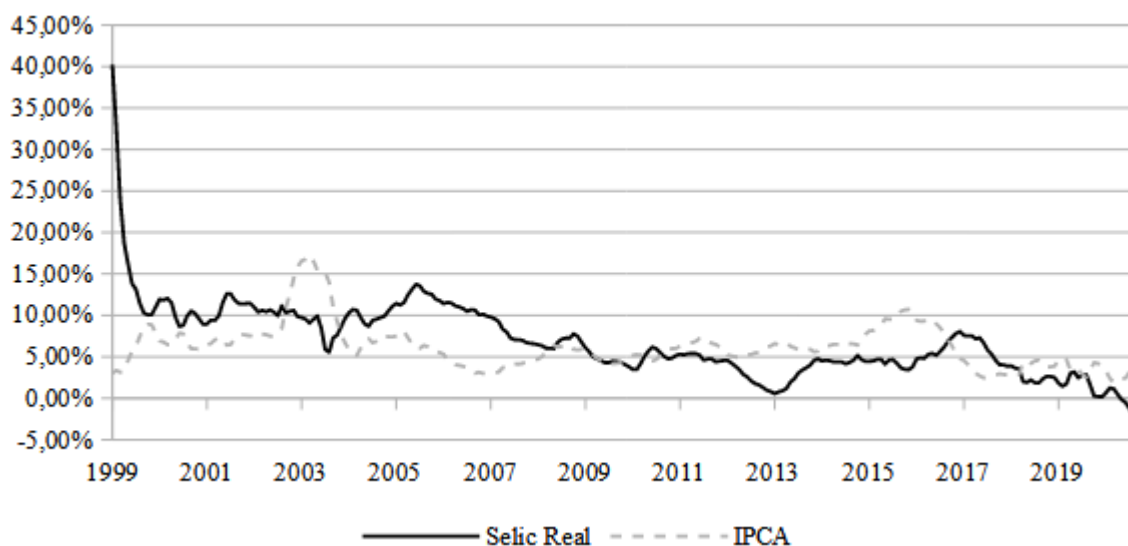
<sup>6</sup> As cinco lições são as seguintes: 1. O desenvolvimento no setor financeiro tem um impacto muito maior que o esperado na atividade econômica; 2. A macroeconomia é altamente não-linear; 3. O limite inferior da taxa de juros é mais problemático do que o imaginado; 4. O “custo da limpeza” após crises financeiras é muito alto; 5. Estabilidade de preços e produto não garantem estabilidade financeira.

## 7 CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA A PARTIR DO RMI

Este capítulo buscará investigar os passos que conduziram a política monetária brasileira ao longo dos mais de 20 anos sob o Regime de Metas de Inflação, levando em conta o contexto macroeconômico e os fatores políticos que compuseram seu plano de fundo.

De forma superficial, cabe destacar primeiramente que, após uma normalização logo após a implementação do RMI, a taxa de juros real no Brasil tem seguido um movimento de queda paulatina. Apesar de uma tendência de alta observada entre 2003 e 2005 e entre 2013 e 2017, a taxa de juros real em 2020 chegou a cair para níveis inéditos. O gráfico abaixo ilustra essa evolução, comparando a taxa selic real e a taxa de inflação.

**Gráfico 5 - Taxa Selic Real x IPCA (1999-2020)**



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE - Elaboração própria.

Deve-se recapitular o contexto em que o RMI foi adotado, em meio aos destroços que restaram após a eclosão da crise russa e amargando o colapso de um regime cambial que resultou numa abrupta desvalorização da tão sonhada moeda estável. A nova equipe a assumir o Banco Central fez um uso rigoroso da principal ferramenta ao seu dispor: a taxa de juros, velha responsável por colocar a casa em ordem nos momentos de desespero, foi definida em 45% ao ano.

Em meio ao cenário catastrófico, talvez o maior temor não tenha se concretizado. Os índices de preço ao consumidor não foram inteiramente afetados pela desvalorização cambial, em parte devido à expressiva redução da demanda, e também graças a uma boa safra agrícola que permitiu

uma adequação no preço dos alimentos. Mesmo o desemprego batendo à porta de diversas famílias, o poder de compra do consumidor não tinha sofrido tanto.

Enquanto a incerteza começava a se dissipar, a taxa de câmbio começava a se regularizar, e com as expectativas de inflação mais ancoradas, o Banco Central, enxergava na redução da taxa de juros um importante fator para a recuperação do nível de atividade da economia. Ao final de 1999, a taxa selic já havia se reduzido para 19% ao ano.

Neste ano que começou cheio de atribuições, o Brasil conseguiu crescer 0,8% (crescimento posteriormente revisado para 0,3%) e a inflação, que tinha um intervalo de tolerância entre 6% e 10%, encerrou em 8,9%, cumprindo a primeira meta anual do RMI. O cenário internacional agora atuava como um fator positivo, marcado por um robusto crescimento mundial. Para o ano seguinte, as preocupações se voltavam para a elevação que vinha ocorrendo no preço internacional do petróleo e o aumento previsto dos preços administrados.

Nos primeiros seis meses de 2000, a recuperação brasileira avançou o ritmo, com destaque para a recuperação do vigor do setor industrial, o setor mais maltratado ao longo de 1999. Reflexos dessa recuperação foram o aumento dos investimentos e a trajetória de queda da taxa de desemprego. Enquanto isso, a inflação dava sinais de redução progressiva, o que permitiria o cumprimento da meta para 2000 com taxas de juros inferiores.

As condições favoráveis foram fundamentais para que, a partir de março de 2000, o Banco Central começasse mais um ciclo de redução gradual da taxa básica de juros que durou até fevereiro de 2001, quando a taxa atingiu 15,25% a.a. Ao final de 2000, a meta de inflação foi mais uma vez cumprida e o país cresceu mais de 4%.

No ano de 2001, o até então contornável desafio do elevado preço do petróleo se somou a um ambiente internacional mais incerto, com desaceleração no crescimento dos Estados Unidos e crise na Argentina, fatores que contribuíram para a desvalorização da moeda brasileira. No cenário doméstico, um conjunto de fatores climáticos desfavoráveis contribuíram para uma grave crise no fornecimento de energia elétrica, onde os investimentos em capacidade não acompanharam a expansão do consumo<sup>7</sup>.

Enquanto o crescimento desacelerava, a inflação surpreendia as expectativas a cada mês, o que fez o Banco Central rapidamente iniciar um novo ciclo de alta nas taxas de juros, trazendo-a novamente para 19% a.a. já em julho de 2001. Ao elevar os juros, buscava-se conter os avanços da

---

<sup>7</sup> Para mais informações a respeito das origens da crise energética, ver Tolmasquim(2000).

já enfraquecida demanda e também impedir que as elevações de preços, ocasionadas pela crise energética e pela desvalorização cambial, não se propagassem para o restante da economia. No entanto, a taxa de inflação continuou a se elevar até o fim de 2001, enquanto o Banco Central escolheu não realizar maiores elevações na taxa de juros.

O limite superior da meta de inflação de para aquele ano era de 6% e a inflação efetiva observada ao final de dezembro foi de 7,67%, constituindo o primeiro ano de descumprimento da meta de inflação. Conforme previsto em lei, o presidente do Banco Central enviou uma carta ao Ministro da Fazenda, indicando os motivos para o descumprimento da meta de inflação. De acordo com esta carta, a inflação de 2001 foi ocasionada pela crise energética e pela desvalorização cambial advinda das tensões internacionais, marcadas por crises e pelos ataques terroristas. Ainda de acordo com a carta, esses fatores extraordinários não voltariam a ocorrer em 2002, no qual a meta de inflação deveria ser atingida.

A carta enviada ao Ministro da Fazenda também mencionou que se houvesse sido adotada uma política monetária ainda mais restritiva para manter a inflação dentro da meta em 2001, haveria um custo significativamente maior em termos de atividade econômica, que registrou um crescimento de 1,51% no ano em questão.

O ano de 2002 começou corroborando com as expectativas do final de 2001, o nível de atividade começava a se recuperar e o ambiente externo era significativamente mais benigno com sinais de recuperação para a economia americana. No entanto, 2002 não seria o ano mais tranquilo para a autoridade monetária, pois a espera de uma significativa redução nos índices de inflação para o final daquele ano foi substituída por um ambiente repleto de incertezas que mais uma vez comprometeu a taxa de câmbio.

As incertezas de 2002 foram em grande parte frutos do processo eleitoral intenso, em que o candidato eleito, Luiz Inácio Lula da Silva, era visto como uma ameaça ao compromisso com as metas de inflação e a austeridade fiscal. O mercado financeiro encheu-se de volatilidade e a taxa de câmbio despontou de cerca de R\$2,30/US\$ em abril para quase R\$4,00/US\$ ao final de setembro. O Banco Central mais uma vez elevou os juros para estancar os efeitos da brusca desvalorização, e a taxa selic encerrou 2002 em 25% ao ano.

As elevações nas taxas de juros mais uma vez não foram suficientes para manter a taxa de inflação dentro da meta, que acelerou no último trimestre e fechou o ano em 12,53%, enquanto o limite superior estabelecido era 5,5%. De acordo com Minella et al (2003), podemos estimar

através do modelo estrutural utilizado pelo Banco Central que o repasse cambial contribuiu em cerca de 38% para a inflação apurada em 2001 e 46% para a inflação apurada em 2002. Sendo o principal determinante em ambos os casos.

Em 2001 e 2002, o Banco Central buscou minimizar os potenciais efeitos inflacionários dos diversos choques, principalmente a depreciação da taxa de câmbio e o aumento dos preços administrados. O principal objetivo da política monetária era limitar a propagação dos choques aos demais preços da economia. (...) Entre março e julho de 2001, o Banco Central elevou a taxa de juros de forma significativa (375 pb), interrompendo a tendência de queda observada anteriormente. Alguma melhora no contexto macroeconômico no início de 2002 permitiu alguma redução na taxa de juros, interrompida pela pressão inflacionária decorrente da depreciação cambial (MINELLA et al, 2003, pp. 8).

Com o novo presidente eleito, veio também uma nova equipe econômica. Ao contrário do esperado, o presidente não rompeu com o Tripé Macroeconômico. Na intitulada “Carta ao Povo Brasileiro”, o próprio presidente Lula, em meio a críticas ao modelo econômico adotado pelo governo anterior, declarou respeito às obrigações do país, além de compromisso com o equilíbrio fiscal e o combate à inflação. O RMI então seguiu firme, agora com Antonio Palocci no Ministério da Fazenda e Henrique Meirelles na Presidência do Banco Central.

Argumenta-se frequentemente que o comprometimento do presidente com o Tripé Macroeconômico foi fundamental para acalmar os nervos do mercado financeiro e garantir um começo de mandato com condições econômicas mais favoráveis. O próprio presidente escolhido para o Banco Central, Meirelles (2009) destaca a importância da atitude do presidente da República para garantir a ancoragem das expectativas inflacionárias.

Em 2003, no início do governo Lula e de meu mandato, a continuação do regime de metas e do compromisso fiscal eram vistos com descrédito por alguns setores, ensejando reação rápida e consistente do Banco Central para debelar o processo inflacionário recorrente e ancorar as expectativas de inflação rumo ao centro da meta. No âmbito fiscal, a meta de superávit primário foi imediatamente ampliada, viabilizando redução da relação dívida/PIB de 56 por cento em setembro de 2002 para 38 por cento em março de 2009. A firmeza demonstrada pelo Banco Central naquela conjuntura (de 2003), com o apoio integral do presidente da República, logrou reverter as pressões inflacionárias com rapidez: a taxa de inflação acumulada em doze meses caiu de 17% em maio de 2003 para 5,2% em maio de 2004.

Na carta enviada ao Ministro da Fazenda para justificar a inflação fora da meta em 2002 e indicar as providências a serem tomadas para trazer a inflação de volta para a meta, o Banco Central propôs uma meta ajustada de 8,5% para 2003 e 5,5% em 2004, para administrar a inércia da inflação de 2002. Nesta mesma carta, o Banco Central estimou que a meta ajustada permitiria um crescimento de quase de 3% do PIB para 2003, enquanto a busca por atingir a meta original provocaria um crescimento negativo do PIB.



Apesar da meta ajustada, o Banco Central foi rigoroso na utilização da taxa de juros, levando a já elevada taxa de juros até 26,5% em 2003. A demanda interna seguiu um ritmo de retração, contribuindo para a redução das expectativas inflacionárias, mas penalizando a atividade econômica. Em um cenário de baixo crescimento e preços contidos, o Banco Central finalmente começou um novo ciclo de redução da taxa de juros em junho, aos poucos a taxa de juros foi sendo reduzida até atingir 16,5% ao fim de 2003. A inflação encerrou em 9,3%, não cumprindo a meta ajustada de 8,5%, mas, segundo a carta enviada ao Ministro da Fazenda, isso foi provocado pelos efeitos inerciais da inflação do ano anterior sobre os primeiros meses do ano.

Acompanhando o ciclo de redução das taxas de juros, a atividade econômica começou a esboçar uma recuperação entre o final de 2003 e o início de 2004, puxada principalmente pela retomada da demanda interna. De acordo com o Relatório de Inflação de junho de 2004, “*Caso o nível do PIB real permanecesse estável nos próximos três trimestres, a taxa projetada de crescimento em 2004 já seria de 2,8%*”. O nível de utilização da capacidade instalada pela indústria aumentou continuamente e o desemprego apresentou uma queda em relação ao ano anterior. Esse avanço da demanda foi acompanhado de perto pelo Banco Central, que decidiu elevar a taxa de juros na centésima reunião do Copom, em setembro de 2004.

Os membros do Copom concordaram que, mantendo-se inalterada a postura da política monetária, a forte expansão da atividade econômica não apresenta sinais de estar em processo espontâneo de acomodação para um ritmo de preenchimento do hiato do produto compatível com a convergência da inflação para sua trajetória de metas. As projeções de inflação do Comitê indicam risco em elevação de que a inflação continue se afastando dessa trajetória. Em particular, essas projeções já apontam para inflação acima dos 5,1% adotados como objetivo para 2005, sob a hipótese de que os juros básicos se mantivessem constantes em 16% ao longo do horizonte de projeção. A tendência subjacente da inflação, capturada pelas diversas medidas de núcleo, encontra-se relativamente estacionada em patamares incompatíveis com a trajetória das metas. Riscos adicionais à dinâmica dos preços são representados pela tendência de deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados, pela situação ainda bastante indefinida no mercado internacional de petróleo, e pela pressão potencial da aceleração dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo, em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios (BANCO CENTRAL, 2004).

Meirelles (2009) relata que este foi o primeiro momento, sob o RMI, em que o Banco Central iniciou um movimento de aperto monetário pelo próprio descompasso entre oferta e demanda, e não por conta de crises financeiras, como foi o caso das elevações da taxa de juros anteriores. Este novo ciclo de elevação da taxa de juros durou até meados de 2005, quando atingiu impressionantes 19,75% ao ano. A retração da demanda permitiu que 2004 encerrasse com a

inflação dentro do limite da meta. Os efeitos, como esperado, foram sentidos tanto nos níveis inflacionários, como no nível de atividade.

A FBCF, que estava aumentando em um patamar de 14,18% no terceiro trimestre ante o anterior, foi caindo até chegar a 1,36% de aumento no final do primeiro trimestre de 2005, mostrando a clara desaceleração do processo de investimento das empresas industriais. Após o aumento inicial da taxa de juros, a produção industrial retraiu 1% comparado com o mês anterior. A FBCF no trimestre seguinte teve uma variação muito menor que a observada no período anterior, movimento observado de maneira similar nas operações de crédito do sistema financeiro que obteve variações muito menores que as anteriores. Vale ressaltar que em dezembro de 2004 as operações de crédito para pessoa jurídica chegaram a retrair 0,07% naquele mês (HALLOT, 2017, pp. 41).

Mesmo assim, a economia chegou a crescer 5,2% em 2004. Após um ano de expansão expressiva, a economia brasileira voltou a “aterrissar” em 2005. Sem grandes emoções, este ano apresentou um nível de atividade moderado, reprimido justamente por um início de ano com taxas de juros proibitivas. A inflação acomodou-se confortavelmente abaixo do limite da meta mais uma vez. Em setembro de 2005, o Banco Central permitiu finalmente iniciar um movimento paulatino de redução nas taxas de juros.

Depois da aterrissagem que se deu após 2004, o Brasil seguiu sem maiores turbulências, com crescimentos no entorno de 4%, moeda estável, taxas de juros em um vagaroso declínio e a inflação dentro da meta estabelecida. É também neste período que se intensificam as críticas ao nível das taxas de juros praticadas pelo Banco Central.

Vale ressaltar que, em 27 de março de 2006, houve uma substituição no Ministério da Fazenda, Antonio Palocci foi substituído por Guido Mantega. No mesmo ano, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva foi reeleito para mais um mandato. A política monetária seguiu o movimento que tinha se iniciado em 2005, até atingir o seu menor patamar ao final de 2007, quando chegou a 11,25%, permanecendo neste valor até abril de 2008.

Em abril de 2008, o Banco Central, através do Copom, voltou a elevar a taxa básica de juros, em um momento em que, tanto a atividade econômica mostrava robustez, como a inflação ia acelerando.

O Copom avalia que, diante dos sinais de aquecimento da economia, como ilustram a aceleração de certos preços no atacado e a trajetória dos núcleos de inflação, e da rápida elevação das expectativas de inflação, são relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguiria evoluindo de forma consistente com a trajetória das metas. De fato, a deterioração do cenário prospectivo já se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas tende a aumentar o risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve atuar, por meio do ajuste da taxa básica de juros, para, por um lado, contribuir para a convergência entre o ritmo de expansão da demanda e oferta e, por

outro, evitar que pressões originalmente isoladas sobre os índices de preços levem à deterioração persistente das expectativas e do cenário prospectivo para a inflação (BANCO CENTRAL, 2008).

A Crise Financeira que culminou na quebra do banco Lehman Brothers nos Estados Unidos em setembro de 2008 mudou este cenário. O último trimestre do ano freou os avanços da atividade econômica. Nas nações desenvolvidas, houve um movimento de intenso afrouxamento monetário para fornecer liquidez aos bancos, reduzindo drasticamente as taxas de juros e trazendo um intenso fluxo de capitais para os países emergentes, incluindo o Brasil. O Banco Central então permitiu mais uma vez a queda das taxas de juros a partir de 2009. A taxa de juros, que começou o ano em 13,75%, atingiu 8,75% já em julho.

Em 2010, a economia mundial retomava o ritmo de crescimento, puxada principalmente pelos países emergentes. Já no final de 2009, o Brasil estampava gloriosamente a capa da revista *The Economist*, em uma famosa ilustração que representa o Cristo Redentor decolando. Enquanto o crescimento se materializava e a inflação começava a acelerar, o Banco Central tratou de elevar os juros mais uma vez. Mesmo assim, o crescimento de 2010 foi vertiginoso, 7,5% de crescimento em relação a 2009 e com a inflação dentro da meta.

O otimismo era evidente. O presidente Lula encerrou seu último mandato com mais de 80% de aprovação. O país crescia a uma taxa recorde e a inflação seguia dentro da meta desde 2004. Estes fatores, sem dúvidas, ajudaram a eleger a candidata apoiada por Lula, Dilma Vana Rousseff, que assumiu a presidência da República em 2011. A nova presidente manteve Guido Mantega no Ministério da Fazenda e colocou Alexandre Tombini na presidência do Banco Central.

De acordo com Nader (2018), os primeiros meses de 2011 ficaram marcados por políticas fiscais e monetárias restritivas, para conter os avanços inflacionários do final de 2010, mas logo ficou claro que o novo governo tinha objetivos mais ambiciosos que dar continuidade às políticas econômicas que vigoraram durante o governo anterior. O governo da presidente Dilma tomou para si a responsabilidade de corrigir de uma vez por todas o tão criticado elevado patamar da taxa de juros após mais de uma década de Regime de Metas de Inflação. Em entrevista concedida ao jornal *Valor Econômico* durante o final de 2012, o Ministro da Fazenda, Guido Mantega, relatava a estratégia da nova gestão:

As taxas elevadas estão na gênese de duas outras grandes distorções na economia, a saber, câmbio valorizado e carga fiscal elevada, que levam à má alocação de recursos e a um menor crescimento da economia. Juros elevados atraem capital externo para a arbitragem, valorizando o real (especialmente em um ambiente de afrouxamento quantitativo em países desenvolvidos) e diminuindo a competitividade da produção brasileira. Por outro

lado, o alto serviço da dívida pública, que chegou a consumir 5,8% do PIB em juros até o ano passado, exige uma arrecadação maior de impostos, para atingir as metas fiscais estabelecidas pelo governo. Tudo isso conspirava para prejudicar a produção. Uma situação na qual o sistema financeiro deixava de ser meio para viabilizar a produção e o consumo para se tornar um fim em si mesmo, e proporcionar sua maior lucratividade. Ao invés de a riqueza ser direcionada para o empreendedorismo, inovação, investimentos na indústria, agropecuária e serviços, enfim, para a ampliação da produção nacional e da nossa capacidade de oferta, ela ficava retida no sistema financeiro nacional, em busca do ganho fácil proporcionado pelas aplicações financeiras. O governo Dilma Rousseff elegeu como um dos seus principais desafios dar um salto de competitividade na economia brasileira, sem abrir mão de se manter na rota da inclusão social e da redução da desigualdade trilhada nos anos precedentes. Nesse sentido, colocava-se como absolutamente estratégico remover, ou pelo menos minimizar, a distorção que havia nos dois principais preços do país: juros e câmbio (MANTEGA, 2012).

As taxas de juros atingiram 12,5% em meados de 2011 e foram sendo progressivamente reduzidas até atingir 7,25% em outubro de 2012. A primeira redução desse ciclo, em setembro de 2011, pegou de surpresa o mercado financeiro.

De acordo com Nakano (2011), essa decisão colocou fim ao protocolo que prevalecia anteriormente, no qual as decisões do Banco Central eram guiadas pelas expectativas de inflação e juros futuros do mercado financeiro. Ainda segundo Nakano (2011), essa prática adotada anteriormente contribuiu desde 1999 para minimizar os riscos de erros de projeção e maximizar os lucros das instituições financeiras.

Apesar do alegado comprometimento dos representantes do governo com o Tripé Macroeconômico, o setor financeiro via com maus olhos a possibilidade de o Banco Central estar agindo de acordo com os interesses políticos do governo, fossem eles legítimos ou não. Essa situação se agrava quando o governo decide ampliar o papel dos bancos públicos na economia, forçando os bancos comerciais a reduzirem os seus spreads.

Acredito que o mercado financeiro propriamente dito criou uma “ojeriza” à Dilma porque a política que ela fez em seu primeiro governo foi “anti-mercado financeiro”. Porque, primeiro, ela tirou o Henrique Meirelles da presidência do Banco Central e colocou um funcionário de carreira na presidência do Banco. Segundo, ela enfrentou os interesses financeiros quando criou um forte processo de redução das taxas de juros na metade de 2011, até maio, abril de 2013. Foram quase dois anos de queda contínua da taxa de juros, e essa queda prejudica imensamente o mercado financeiro. E também porque ela usou os bancos públicos para forçar a redução dos spreads bancários, em empréstimos normais de crédito pessoal, capital de giro e etc. Ela obrigou os bancos públicos a emprestarem com um spread menor, e os privados mais uma vez tiveram que ir atrás para não perder mercado (PAULANI, 2015, p. 13).

Além disso, o governo Dilma também zerou a alíquota da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico sobre a gasolina em meados de 2012, e a Lei 12.783/13 gerou uma redução

nas tarifas de energia elétrica no início de 2013. De acordo com Azevedo e Serigatti (2015), o forte intervencionismo do governo tornou as questões microeconômicas subordinadas aos seus interesses macroeconômicos de curto prazo. Nas palavras dos autores, *“há evidências de que preços administrados têm sido utilizados de modo subordinado à política de controle da inflação e, em menor escala, para como estratégia político-eleitoral”* (AZEVEDO & SERIGATTI, 2015, p. 512).

Apesar do alto grau de intervencionismo que caracterizou os anos de 2011 a 2014, Curado (2017) argumenta que isso por si só não é suficiente para caracterizar o governo da presidente Dilma como “novo-desenvolvimentista”, já que não existiu uma estratégia nacional de desenvolvimento pactuada entre Estado e mercado. Em linha com este pensamento, Pires e André (2015) afirmam que o governo não teve um projeto consistente de gestão econômica, se rendendo às “emergências do dia a dia”. Além disso, os autores criticam a crença do governo em ter um papel preponderante através de medidas pontuais.

A partir de abril de 2013, o Banco Central voltou a elevar a taxa de juros perante a aceleração inflacionária nos preços livres. Este movimento de alta durou até o final do governo, mas entre abril e outubro, período coincidente com o período eleitoral, a taxa selic ficou inalterada, voltando a ser elevada somente após a reeleição da presidente Dilma em outubro de 2014.

Quando a refrega parecia ganha, abrindo caminho para horizontes rooseveltianos, o poderoso Banco Central (BC) voltou a elevar a taxa Selic (abril de 2013) e, na prática, devolveu ao mercado financeiro controle sobre parte fundamental da política econômica. A decisão tornava manca a perspectiva de retomada do desenvolvimento nacional e paralisava o avanço progressista quando ele soava irresistível (SINGER, 2015).

Mesmo perante o questionamento frequente sobre o compromisso do Banco Central com as metas de inflação que marcou o primeiro mandato, a meta foi cumprida durante todos os quatro anos e o país continuou a crescer, mesmo que a números consideravelmente mais modestos que os anos anteriores, mantendo a taxa de desemprego a níveis baixos.

Em 2015, apesar da reeleição da presidenta Dilma, Joaquim Levy, ex-secretário do Tesouro no governo Lula e então diretor-superintendente do banco Bradesco, foi nomeado como novo Ministro da Fazenda. Substituiu-se os ares de estímulo de Guido Mantega pelo discurso austero e soturno do ajuste fiscal, reconhecendo a necessidade de sustentação de superávits primários nas contas do governo. A presidente parecia ter ganho a batalha das eleições mas perdido a guerra de interesses.

Com a efetiva piora dos resultados macroeconômicos, estes setores em questão passaram a formular um duro discurso anti-intervencionista, associando de maneira oportunista os

fracassos da política monetária e da política macroeconômica como um todo, ao excesso de intervenção do governo na economia. Tal discurso ganhou ainda mais fôlego a partir de abril de 2013, mesmo após o início da trajetória de aumento da Selic até dezembro de 2014. A reversão da política de redução dos juros a partir de 2013 e as escolhas de Dilma para o segundo mandato que contrariavam o discurso que a elegeu, especialmente no que se refere ao nome de Joaquim Levy para a pasta da Fazenda e as políticas adotadas a partir de então, devem ser compreendidas justamente como uma tentativa de acalmar o alvoroço político criado pelos setores rentistas e financistas (NADER, 2018, p. 570).

Ao longo de 2015, houve um contínuo processo de autodestruição da economia brasileira. O ano começou com o reajuste da energia elétrica residencial, a tarifa, que havia sido contida nos anos anteriores, contribuiu para um avanço brusco dos preços administrados logo no primeiro trimestre. O Banco Central seguiu elevando a taxa de juros durante 2015 para conter os avanços inflacionários, o que somado à política fiscal restritiva contribuiu para um verdadeiro desastre de crescimento.

A nomeação de Joaquim Levy não foi suficiente para melhorar as expectativas do mercado financeiro, e o governo não conseguiu nem implementar sua proposta original (se é que havia uma) nem se reconciliar com os setores insatisfeitos. O Brasil entrou em recessão e, conforme Dweck e Teixeira (2017, p. 31), o aumento do pagamento de juros e o crescimento real negativo do PIB foram os principais motivos para a elevação da razão dívida/PIB. Enquanto esta razão seguiu em elevação, o debacle da arrecadação e a falta de articulação com o Congresso Nacional se traduziram em um déficit primário de mais de R\$100 bilhões ao final do ano.

O desastre no crescimento e a alta taxa de juros, que atingiu 14,25% em julho de 2015, não impediram os avanços inflacionários, pressionados pelo aumento de tarifas públicas, impostos regulatórios e uma brusca desvalorização cambial. A taxa de câmbio iniciou o ano em torno de R\$2,70 e alcançou R\$4,20 em setembro, sofrendo um impacto evidente pelo rebaixamento do Brasil por agências classificadoras de risco. Assim, o IPCA encerrou o ano em 10,67%, significativamente acima do limite superior da meta estabelecida, 6,5%.

O segundo mandato teve um começo muito complicado e não chegou a ter final. Após diversas turbulências em questões orçamentárias, Joaquim Levy foi substituído por Nelson Barbosa, que era Ministro do Planejamento até então. Ainda no final de 2015, foi protocolado um processo de impeachment contra a presidente Dilma Rousseff por crime de responsabilidade fiscal, devido a atrasos nos repasses aos bancos públicos, o que tornava a situação das contas públicas artificialmente mais positivas do que realmente eram. Com a popularidade em baixa e praticamente

nenhum apoio político, a presidente foi abandonada inclusive pelo vice-presidente, Michel Temer, que assumiu o governo após a abertura do processo de impeachment, em maio de 2016.

O governo de Michel Temer foi mais exitoso em realinhar-se com os interesses do setor financeiro, trazendo Henrique Meirelles para o Ministério da Fazenda e Ilan Goldfajn, então economista-chefe do banco Itaú BBA, para a presidência do Banco Central. Uma das primeiras medidas de Meirelles foi elaborar a Emenda Constitucional nº 95, que congelou o aumento real de despesas públicas por 20 anos. Fica assim evidente que o diagnóstico dessa equipe econômica foi de que a crise econômica havia sido gerada pelo desequilíbrio fiscal e não o contrário.

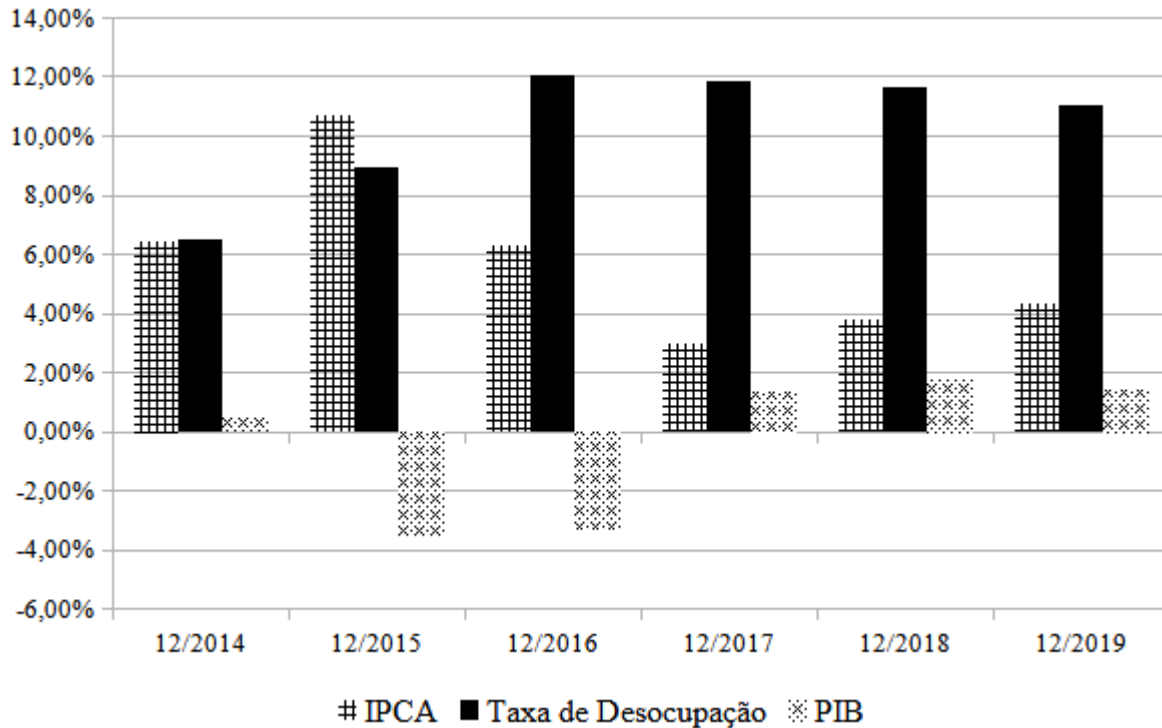
Em 2016, as taxas de juros seguiram em 14,25% até outubro, obtendo sucesso em trazer a inflação de volta para a meta ao final do ano, mas o nível de atividade continuou em retração, com uma queda de mais de 3% no PIB. Além disso, a taxa de desocupação teve uma alta significativa durante todo o ano.

A partir de outubro de 2016, com a inflação convergindo para a meta e a economia seguindo para seu segundo ano de recessão, o Banco Central iniciou mais um ciclo de redução da taxa de juros. Na ata do Copom desta reunião, ficou claro mais uma vez a importância que foi dada para os ajustes fiscais realizados neste período.

Todos os membros do Comitê reconheceram os avanços e os esforços para aprovação e implementação dos ajustes na economia, notadamente no que diz respeito a reformas fiscais. Os membros do Comitê enfatizaram que esses esforços são fundamentais para a estabilização e o desenvolvimento da economia brasileira. O Comitê deve acompanhar atentamente esses esforços, uma vez que têm reflexos importantes no processo de desinflação (BANCO CENTRAL, 2016).

Entre 2017 e 2019, a economia brasileira tentou ensaiar uma retomada. Nestes anos, com a inflação sob controle e um nível de atividade muito aquém do esperado, o Banco Central deu continuidade ao ciclo de redução da taxa de juros. O gráfico a seguir exibe um resumo dos resultados de PIB, IPCA e taxa de desocupação entre 2014 e 2019. Verifica-se que, desde a recessão de 2015 e 2016, a taxa de desocupação não conseguiu retornar ao nível de 2014 e o PIB não conseguiu crescer mais que 2% em nenhum dos anos.

**Gráfico 6 - Comparação entre IPCA, Taxa de Desocupação e PIB  
2014 a 2019**



Fonte: IBGE - Elaboração própria.

Cabe destacar que, mesmo com uma expressiva diminuição da taxa selic em 2017, a inflação chegou a ficar inclusive abaixo do piso da meta, única vez que isso aconteceu em todo o período do RMI no Brasil. Em carta ao Ministro da Fazenda, o Presidente do Banco Central apontou a oferta recorde de produtos agrícolas como uma das justificativas para tal fato.

Em 2018, Henrique Meirelles se afastou do cargo de Ministro da Fazenda para concorrer às eleições para presidente, sendo substituído por Eduardo Guardia, seu secretário-executivo. Neste ano, o período eleitoral também gerou grande turbulência na taxa de câmbio, intensificada por um cenário externo menos favorável aos países emergentes. O Banco Central optou então por manter a taxa selic inalterada em 6,50%, seu menor patamar histórico até então, de março até o fim do ano.

O presidente eleito em 2018, Jair Messias Bolsonaro, assumiu em 2019 com uma equipe econômica ortodoxa, que compartilhava do mesmo diagnóstico da equipe de Michel Temer para a crise brasileira. Paulo Guedes, um dos sócios fundadores do Banco Pactual, foi escolhido para o Ministério da Fazenda, enquanto Roberto Campos Neto, que trabalhava a 18 anos no Banco Santander, foi escolhido para a presidência do Banco Central.



O Brasil sonhado pela ortodoxia, com um crescimento puxado pelo setor privado, não decolou em 2019 e em 2020 foi atingido sem misericórdia pela pandemia do coronavírus. Em uma situação de calamidade pública, em que o nível de atividade foi duramente reprimido pelo isolamento social, os bancos centrais do mundo inteiro realizaram cortes significativos nas taxas básicas de juros e adotaram diversos pacotes de estímulos fiscais, repetindo o receituário aplicado na Crise Financeira de 2007-2008.

Na área fiscal brasileira, os estímulos são limitados pela Emenda Constitucional 95, o teto de gastos. Na área monetária, o Banco Central brasileiro deu continuidade ao ciclo de redução da taxa de juros até que ela atingisse 2% ao ano. No entanto, a crise mundial provocada pelo coronavírus também repercutiu na taxa de câmbio e na oferta de produtos, que tende a pressionar a inflação. Em 2020, a inflação conseguiu ficar dentro da meta estabelecida, mas já mostrou sinais de aceleração no segundo semestre, já que o IPCA acumulado em 12 meses passou de 2,13% em junho para 4,52% em dezembro.

Em 2021, o Banco Central já iniciou um novo ciclo de elevação das taxas de juros para conter os avanços inflacionários. Sem nenhuma perspectiva de estímulo fiscal, a economia deve amargar mais um ano à espera da retomada do crescimento. De acordo com Sicsú (2020), o Brasil já deslizou de uma recessão para uma depressão, onde os agentes econômicos se encontram paralisados e as taxas de crescimento do investimento são baixas e voláteis.

Sendo assim, a depressão se diferencia da mera recessão não somente devido a sua permanência e profundidade de queda do produto, mas sim devido a uma mudança comportamental dos agentes econômicos que paralisam a economia em um estado de produto contraído e elevado desemprego. A depressão ocorre quando as defesas institucionais, de política econômica e comportamentais, não foram suficientes para conter um choque negativo, represando-o no nível de uma recessão ou de uma desaceleração (normais) (SICSÚ, 2020, p. 447).

Após uma tentativa fracassada de estabelecer uma política monetária que estimule a produção, hoje a política monetária segue rigidamente o controle da inflação via taxa de juros, o que tende a penalizar a atividade econômica do país principalmente na presença de choques adversos internacionais.

## 8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho expôs o funcionamento do Regime de Metas Inflação no Brasil, suas bases teóricas e peculiaridades na condução da política monetária brasileira. O método utilizado buscou compor uma narrativa histórica dos eventos relacionados à política monetária brasileira, abrindo mão da abordagem estatística comumente utilizada. Considera-se que a abordagem estatística também pode ser extremamente útil para confirmar ou questionar as conclusões obtidas, desde que haja os devidos cuidados. Mesmo assim, acredita-se que as análises fundamentadas na explanação cuidadosa dos fatos históricos são tanto necessárias quanto suficientemente convincentes para explicar e dar sentido aos fenômenos econômicos.

As evidências encontradas ao longo deste trabalho indicam uma redução progressiva da taxa básica de juros desde a implantação do regime, mas que se intensificou a partir de 2017. Apesar disso, a política monetária sob o RMI parece muito vulnerável e custosa em períodos de choques externos.

Ressalta-se que a recente redução das taxas de juros se deu em um momento de relativa calma internacional e atividade doméstica estagnada, o que levanta questionamentos quanto à sustentabilidade dos patamares atuais de taxa de juros, já que não houveram mudanças estruturais no processo pelo qual a taxa é formada. Pelo contrário, a tentativa de utilizar a redução da taxa de juros como um dos mecanismos de promoção do crescimento em torno de 2012 foi completamente frustrada e a recente autonomia legal do Banco Central praticamente o isenta de qualquer responsabilidade quanto ao crescimento do país.

Como foi visto, em meio a desvalorizações cambiais como a atual, o Banco Central é forçado a atuar para impedir, com êxito ou não, a propagação das elevações de preços dos produtos importados para os demais preços da economia. Como já ocorreu em diversos momentos sob o Regime de Metas de Inflação, conter os preços nesse cenário significa promover um choque recessivo e apresenta custos elevados em termos de atividade. Em um contexto de elevada dívida pública, como também ocorre hoje, uma elevação muito expressiva da taxa de juros pode colaborar para um colapso fiscal e uma deterioração cambial ainda maior.

Durante o período em análise, a política monetária foi capaz de administrar o nível de preços em níveis adequados, mas a intensa vulnerabilidade do seu atual *modus operandi* aos choques externos e suas consequências posteriores para o nível de atividade e a dívida pública podem comprometer e talvez até inviabilizar o seu próprio funcionamento ao longo do tempo.

## REFERÊNCIAS

- ABREU, M. d. P.; WERNECK, R. L. F. Estabilização, abertura e privatização, 1990-1994. **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 491-517, 2008.
- ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. **Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience**, 1999 to 2003, p. 265-293, 2005.
- ARIDA, P. Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica. **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contracapa, 2005.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. **Economia e Sociedade**, v. 17, n. SPE, p. 629-653, 2008.
- AZEVEDO, P. F.; SERIGATI, F. C. Preços administrados e discricionariedade do Executivo. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 35, n. 3, p. 510-530, 2015.
- BALLIESTER REIS, T. Why Are Policy Real Interest Rates So High in Brazil? An Analysis of the Determinants of the Central Bank of Brazil's Real Interest Rate. **International Journal of Political Economy**, v. 47, n. 2, p. 178-198, 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 100ª Reunião. **Atas do Comitê de Política Monetária - Copom**. Brasília, 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 134ª Reunião. **Atas do Comitê de Política Monetária - Copom**. Brasília, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 202ª Reunião. **Atas do Comitê de Política Monetária - Copom**. Brasília, 2016.
- BASTOS, E. K. X. Plano Real, Consolidação Da Estabilidade, Crise Internacional E Desequilíbrios (1994-1998). **Economia brasileira no período 1987-2013: relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea**. Brasília: Ipea, 2015.
- BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. Crescimento da dívida pública e política monetária no Brasil (1991-2014). Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 273, 2016.
- BATISTA JR, P. N. A armadilha da dolarização. **Estudos Econômicos**, v. 23, n. 3, p. 357-398, 1993.
- BATISTA JR, P. N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, v. 10, n. 28, p. 127-197, 1996.
- BLANCHARD, Olivier et al. Monetary Policy in the Wake of the Crisis. **In the Wake of the**

**Crisis**, p. 7-13, 2012.

BLINDER, A. et al. Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis. **Economic Policy**, v. 32, n. 92, p. 707-755, 2017.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. Implementing inflation targeting in Brazil. **Working Paper Series**, n. 1, 2000.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A crise da América Latina: Consenso de Washington ou crise fiscal?. **Pesquisa e planejamento econômico**, v. 21, n. 1, p. 3-23, 1991.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade, 2002.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GOMES, Cleomar. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, p. 21-51, 2009.

BRUE, S. L., **História do pensamento econômico** [tradução Luciana Penteado Miquelino]. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

CARVALHO, F. J. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 25, n. 4, p. 323-336, 2005.

CARVALHO, F. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CARVALHO, L. et al. Fiscal costs of monetary policy: indirect effects of an interest rate shock on Brazilian public net debt. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 36, n. 3, p. 557-579, 2016.

CERQUEIRA, V. S. et al. Efeitos assimétricos da política monetária sobre inflação e crescimento no Brasil: diferenças conforme a fase do ciclo econômico e a direção e magnitude de choques nos juros. **Comunicados do Ipea**, n. 148, 2012. [Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3447>]

CURADO, M. Por que o governo Dilma não pode ser classificado como novo-desenvolvimentista?. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 37, n. 1, p. 130-146, 2017.

DWECK, E; TEIXEIRA, R. A. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. Campinas: IE/Unicamp, 2017.

ERBER, F. S. Development projects and growth under finance domination. **Revue Tiers Monde**, n. 3, p. 597-629, 2008.

FAVERO, C. A.; GIAVAZZI, F. Inflation targeting and debt: lessons from Brazil. **National Bureau of Economic Research**, 2004.

FAWLEY, B. W.; NEELY C.J. Four stories of quantitative easing. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 95, n. 1, p. 51-88, 2013.

FRANCO, G. H. B. Notas sobre crowding out, juros altos e LFTs. **Seminário IEPE–Casa das Garças**, 2005.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy (1968). In: **Essential Readings in Economics**. Palgrave, London, p. 215-231, 1995.

FRIEDMAN, M. The quantity theory of money - a restatement. In: **Studies in the Quantity Theory of Money**. Chicago University Press, p. 3-21, 1956.

FORDER, J. Monetary policy. **A handbook of alternative monetary economics**, p. 224, 2006.

GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: (1945-2010)**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GOLDFAJN, I.; BICALHO, A. A Longa Travessia para a Normalidade: Os Juros Reais no Brasil. **Novos Dilemas da Política Econômica: Ensaio em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro**, Eds: Bacha, E. e De Bolle, M., LTC, 2011.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S.; TONETO JR., R. **Economia brasileira contemporânea**. São Paulo: Atlas, 2011.

GREMAUD, A. P. et al. **Manual de economia**. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL. Plano Real. **Revista de Economia Política**, v. 14, n. 3, 1994.

HALLOT, V. Regime de metas de inflação e a continuidade da política monetária do Brasil em 2004 e em 2011. 2017.

HUMPHREY, T. M. The quantity theory of money: its historical evolution and role in policy debates. **Economic Review**, 1974.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda** (1936). São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KUHN, C. V.; TOSTES, F. S. Regimes Monetários No Brasil: Uma Análise Pós-keynesiana para o Período 1994-2008. **Estudos do CEPE**, n. 30, p. 84-121, 2009.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. **Journal of political economy**, v. 85, n. 3, p. 473-491, 1977.

LETTAU, Martin; LUDVIGSON, Sydney; STEINDEL, Charles. Monetary policy transmission through the consumption-wealth channel. **FRBNY Economic Policy Review**, v. 5, p. 117-133, 2002.

LIRA, V. C.; DE JESUS, C. S. A moeda importa? A macroeconomia pós-keynesiana e a não-neutralidade da moeda. **Revista Cadernos de Economia**, v. 18, n. 34, 2014.

LUCAS JR, R. E. Understanding business cycles. **Carnegie-Rochester conference series on public policy**. v. 5, p. 7-29, North-Holland, 1977.

- MANTEGA, G. O primeiro ano da nova matriz econômica. *Valor Econômico*, 19 dez. 2012.
- MEIRELLES, H. C. Pronunciamento no encerramento do XI Seminário Anual de Metas para a inflação. 2009. Banco Central do Brasil. **Dez anos de metas para inflação**, 2009.
- MINELLA, A. et al. Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. *Journal of international Money and Finance*, v. 22, n. 7, p. 1015-1040, 2003.
- MISHKIN, F. S. Will monetary policy become more of a science?. 2007.
- MISHKIN, F. S. Monetary policy strategy: lessons from the crisis. National Bureau of Economic Research, 2011.
- MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 32, n. 3, p. 389-411, 2012.
- MODENESI, A. M. Convenções: uma visão sociológica do desenvolvimento econômico. 2014.
- MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetária: a questão da neutralidade da moeda. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 24, n. 3, p. 323-345, 2004.
- NADER, G. A economia política da política monetária no Primeiro Governo Dilma: uma análise sobre taxa de juros, convenção e rentismo no Brasil. *Economia e Sociedade*, v. 27, n. 2, p. 547-575, 2018.
- NAKANO, Y. Finalmente a independência do BC. *Valor Econômico*, 13 set. 2011.
- NOGUEIRA, Leandro Mendes. A interpretação de Ignácio Rangel e o Brasil do milagre e antimilagre econômico. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2017.
- OREIRO, J. L. et al. Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil?: uma avaliação empírica. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 32, n. 4, p. 557-579, 2012.
- PAES, T. A. G. Falhas nos canais de transmissão da política monetária brasileira sob o RMI? Os casos do crédito do BNDES e das LFT, 2019.
- PALLEY, T. I. Macroeconomics and monetary policy: Competing theoretical frameworks. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 30, n. 1, p. 61-78, 2007.
- PAULANI, L. M. Os rumos da situação econômica do Brasil. *Revista Cultura e Extensão, USP*, São Paulo, n. 13, Supl., p. 11-22, set. 2015.
- PHILLIPS, A. W. The relation between unemployment and the Rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957 1. *Economica*, v. 25, n. 100, p. 283-299, 1958.
- PIRES, J. M.; ANDRÉ, F. G.. Caminhando em círculo: idas e vindas da política econômica do governo Dilma. *Pesquisa & Debate*, v. 26, n. 1 (47), 2015.
- RANGEL, I. Recessão, inflação e dívida interna. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 5, n. 3, 1985.

ROMER, C. D.; ROMER, D. H. Does monetary policy matter? A new test in the spirit of Friedman and Schwartz. **NBER macroeconomics annual**, v. 4, p. 121-170, 1989.

SACHS, J. et al. A inflação brasileira e o Plano Real. **Revista de Economia Política**, v. 15, n. 2, 1995.

SAES, F. A. M.; SAES, A. M. O Pensamento Econômico Brasileiro no Século XX: Uma Breve Nota Sobre as Principais Tendências e Rupturas. **Boletim Informações Fipe**, no. 426, 2016.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N.. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Federal reserve bank of minneapolis quarterly review**, v. 5, n. 3, p. 1-17, 1981

SICSÚ, J. **Emprego, juros e câmbio: finanças globais e desemprego**. Elsevier, 2007.

SICSÚ, J. A economia da depressão está de volta?. **Economia e Sociedade**, v. 29, n. 2, p. 435-468, 2020.

SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). **Novos estudos CEBRAP**, n. 102, p. 39-67, 2015.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American economic review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, 1981.

STIGLITZ, J. E. The failure of inflation targeting. **Project Syndicate**, v. 13, 2008.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. In: **Carnegie-Rochester conference series on public policy**. North-Holland, p. 195-214, 1993.

TOLMASQUIM, M. As origens da crise energética brasileira. **Ambiente & sociedade**, n. 6-7, p. 179-183, 2000.

WALSH, C. E. Transparency, flexibility, and inflation targeting. **Series on Central Banking, Analysis, and Economic Policies**, no. 11, 2007.