

O ESTADO DA ARTE DA
POLÍTICA MONETÁRIA
NO BRASIL

por **Renato Rosa** e **Livi Gerbase**



EQUIPE INESC

Conselho Diretor

Aline Maia Nascimento
Júlia Alves Marinho Rodrigues
Márcia Anita Sprandel
Pedro de Carvalho Pontual
Roseli Faria

Conselho Fiscal

Iliana Alves Canoff
Lucas de Alencar Oliveira
Mário Lisbôa Theodoro

Colegiado de Gestão

Cristiane da Silva Ribeiro
Iara Pietricovsky de Oliveira
José Antonio Moroni

Coordenadora da Assessoria Política

Nathalie Beghin

Gerente Financeiro, Administrativo e de Pessoal

Ana Paula Felipe

Assistente da Direção

Adriana Silva Alves
Marcela Coelho M. Esteves

Equipe de Comunicação

Ana Carolina Soares
Lívia Alcântara
Sílvia Alvarez
Thais Vivas

Assessoria Política

Alessandra Cardoso
Carmela Zigoni

Cleo Manhas
Gabriela Nepomuceno
Leila Saraiva
Livi Gerbase
Márcia Acioli
Tatiana Oliveira

Assessoria Técnica

Dyarley Viana de Oliveira
Thallita de Oliveira

Educador Social

Markão Aborígene

Contadora

Rosa Diná Gomes Ferreira

Assistente de Contabilidade

Ricardo Santana da Silva

Técnico de Informática

Cristóvão Frinhani

Auxiliares Administrativos

Adalberto Vieira dos Santos
Eugênia Christina Alves Ferreira
Isabela Mara dos Santos da Silva
Josemar Vieira dos Santos

Auxiliar de Serviços Gerais

Roni Ferreira Chagas

Estagiários/as

Cássia Cristina Pinheiro Lopes
Victor Queiroz

APOIO INSTITUCIONAL

Actionaid
Avina America - Fundo Pulsante
Charles Stewart Mott Foundation
CLUA – Climate and Land Use Alliance
ETF - Energy Transition Fund
Fastenaktion
Fundação Ford
Fundação Heinrich Böll

Fundar
ICS – Instituto Clima e Sociedade
KNH – Kindernothilfe
Malala Fund
Misereor
OSF – Open Society Foundations
PPM – Pão para o Mundo
Rainforest Foundation Norway

Inesc – Instituto de Estudos Socioeconômicos

Endereço: SCS Quadra 01 - Bloco L, nº 17, 13º Andar Cobertura –
Edifício Márcia. CEP: 70. 3037-900 - Brasília/DF

Telefone: + 55 61 3212-0200
E-mail: inesc@inesc.org.br
Página Eletrônica: www.inesc.org.br

FICHA TÉCNICA

**Assessora Política
responsável do Inesc**
Livi Gerbase

Redação
Renato Rosa
Livi Gerbase

Revisão técnica
Nathalie Beghin
Pedro Rossi

Diagramação e projeto gráfico
Arthur Menezes
Thaís Vivas

Revisão de português
Juliana Arthuso

*É permitida a reprodução total ou parcial do texto, de forma gratuita,
desde que sejam citados os autores e a instituição que apoiou o estudo,
e que se inclua a referência ao artigo ou ao texto original.*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	5
O QUE É O TRIPÉ MACROECONÔMICO?	6
Regra de Superávit Primário	7
Regime de Taxa de Câmbio Flutuante	8
Regime de Metas de Inflação	9
VISÕES CRÍTICAS AO TRIPÉ MACROECONÔMICO	11
Novo-desenvolvimentismo	11
Social desenvolvimentismo	13
Finanças funcionais na economia da demanda efetiva	14
A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL (1999 – 2021)	16
Resgate Histórico	16
Comportamento geral da inflação e taxa de juros no Brasil	17
Efeitos da alta de juros na economia	23
A nova matriz macroeconômica (2011-2014)	26
A Batalha dos Spreads	27
DEBATES DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL	30
A independência do banco central	30
Custo fiscal da política monetária: a dívida pública	31
CONSIDERAÇÕES FINAIS	34

INTRODUÇÃO

Vigora no Brasil, desde o ano de 1999, um regime de política econômica denominado de “tripé macroeconômico”, que estabelece as diretrizes gerais que norteiam as três políticas macroeconômicas: a política fiscal, a política cambial e a política monetária. O tripé consiste na adoção simultânea de três políticas: o regime de metas de superávit primário (política fiscal); o regime de taxa de câmbio flutuante (política cambial); e o regime de metas de inflação (política monetária).

O objetivo do presente relatório é apresentar e discutir o estado da arte do debate sobre política monetária no país. Todavia, do ponto de vista prático e metodológico, a política monetária está inserida em um contexto bem mais amplo. Por um lado, a discussão de política monetária não deve ser vista de forma apartada das demais políticas econômicas, pois o pleno entendimento do papel e dos limites da política monetária exige a contribuição de todo o regime macroeconômico em que

essa está inserida. Por outro lado, as proposições de política econômica, inclusive de política monetária, derivam diretamente dos pressupostos (ou da “visão de mundo”) e dos objetivos, explícitos ou implícitos, de seus autores. Logo, a abordagem aqui proposta é ampla, diversa e plural, dado a natureza do objeto em discussão.

Para alcançar esses objetivos, o relatório é subdividido em quatro seções para além desta introdução e das considerações finais. A seção 2 discute o que é o “tripé macroeconômico”, com foco em aspectos teóricos e no modelo macroeconômico brasileiro. A seção 3 discute visões macroeconômicas alternativas e críticas ao “tripé macroeconômico”, com foco em três visões: novo desenvolvimentismo, o social desenvolvimentismo e as finanças funcionais. A seção 4 discute-se o histórico da política monetária, de 1999 até os dias atuais. Por fim, a seção 5 analisa alguns debates atuais da política monetária brasileira.

Renato Rosa é Bacharel, Mestre e Doutor em Economia pela Unicamp.

Livi Gerbase é Bacharel em Relações Internacionais na UFRGS e Mestre em Economia Política Internacional na UFRJ. Livi é Assessora Política do Inesc.

O QUE É O TRIPÉ MACROECONÔMICO?

“Tripé macroeconômico” consiste na adoção simultânea de regimes para as três políticas macroeconômicas: metas para inflação na política monetária, taxa de câmbio flutuante e regime de regras fiscais, com destaque para o superávit primário.

Ainda que o “tripé macroeconômico” não seja derivado diretamente de preposições de política econômica de uma única corrente teórica em economia, é notório que seu fundamento teórico é baseado no chamado Novo Consenso Macroeconômico (NCM) ou Nova Síntese Neoclássica, uma convergência de ideias macroeconômicas oriundas da Economia Novo-Clássica e Novo-Keynesiana que emergiu no âmbito do pensamento econômico mainstream, ou seja, dos centros dominantes do pensamento econômico, em meados da década de 1990.

Com relação a sua estrutura teórica, Teixeira & Missio (2011)¹ resumem as proposições centrais do NCM em cinco pontos: (i) a noção neoclássica do processo de crescimento econômico, ou seja, que a determinação do produto real no longo prazo ocorre via fatores de oferta; (ii) a existência de um trade-off entre inflação e desemprego no curto-prazo, isto é, controlar a inflação exige desemprego;

(iii) a inexistência de trade-off entre inflação e desemprego no longo prazo; (iv) as expectativas dos agentes econômicos são sensíveis aos movimentos da política econômica; (v) a diminuição da taxa de juros aumenta a demanda agregada no curto prazo.

Assumindo como válidos os pressupostos acima, a função da política econômica torna-se restrita à garantia da “estabilidade macroeconômica”. Este conceito pode ser traduzido de várias maneiras, mas aqui está entendido como sinônimo de estabilidade de preços (inflação dentro da meta estipulada), estabilidade externa (equilíbrio das contas externas via mudanças na taxa de câmbio) e estabilidade fiscal (estabilidade de crescimento da dívida pública). Sob esse paradigma, a política econômica não tem a incumbência de promover, de forma direta, o crescimento econômico, a geração de empregos, a distribuição de renda ou a garantia dos direitos humanos.

Segundo Rossi, Welle & Gonçalves (2020)², o NCM está baseado em uma concepção neoliberal de economia, em que há o protagonismo de “forças de mercado” vis-à-vis uma menor importância relativa do Estado em questões econômicas.

¹ TEIXEIRA, A.; MISSIO, F. J. . O Novo Consenso Macroeconômico e Alguns Insights da Crítica Heterodoxa. *Economia e Sociedade* (UNICAMP. Impresso), v. 20, p. 273-297, 2011.

² ROSSI, P.; WELLE, A.; GONCALVES, R.. REGIME MACROECONÔMICO E DESENVOLVIMENTO: É NECESSÁRIO REVER O TRIPÉ MACRO. In: Fundação João Mangabeira Partido Socialista Brasileiro. (Org.). *Por Uma Economia Política Inclusiva, Criativa e Sustentável*. 1ed. Brasília: Fundação João Mangabeira Pa, 2020, v. 2, p. 43-69.

Em consequência, as políticas econômicas propostas nesse arcabouço teórico convergem no sentido de limitar a atuação do Estado, reduzindo a sua discricionariedade e prezando pela previsibilidade e transparência.

Uma vez compreendido os pressupostos teóricos que sustentam o “tripé macroeconômico”, o segundo passo é discutir como essas políticas atuam no caso brasileiro desde 1999. Com destaque Nassif (2015)³, o arcabouço teórico do NCM orienta as políticas econômicas pela noção do preceito de “um objetivo, um instrumento”. Para a política fiscal, o objetivo é estabilizar ou reduzir a razão dívida pública/PIB por meio da geração de superávits primários. O objetivo de ajuste das contas externas seria obtido pela taxa de câmbio flutuante associada à abertura financeira externa. A estabilidade de preços, por sua vez, seria alcançada via manejo da taxa básica de juros em um regime de metas de inflação. Logo, cada política econômica possui um objetivo central e um instrumento para alcançá-la. A exposição a seguir detalha os regimes que vigoram no Brasil, tendo por base a contribuição de Rossi, Welle & Gonçalves (2020).

³ NASSIF, A. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. *Revista de Economia Política* (Online), v. 35, p. 426-443, 2015.

Regra de Superávit Primário

Segundo Rossi, Welle & Gonçalves (2020), a **regra de superávit primário** determina que, excetuando os gastos com os juros da dívida pública, as receitas do governo devem ser superiores às despesas (em outras palavras, o resultado primário deve ser positivo). Do ponto de vista teórico, essa política é baseada em pressupostos da teoria neoclássica, em especial, a *equivalência ricardiana*⁴. Seguindo esse pressuposto teórico, os agentes econômicos percebem que qualquer endividamento do governo resultará em aumento de tributos no futuro, pois haverá necessidade de o governo ampliar a arrecadação para fazer frente ao novo endividamento. Em resposta ao esperado aumento futuro de tributos, os agentes econômicos optam por aumentar sua poupança privada, ou seja, reduzem os gastos presentes em prol de poupar recursos para o futuro visando lidar com o aumento de tributos.

Logo, se por um lado o maior endividamento do governo implicaria em aumento da demanda agregada, o desejo de ampliar a poupança privada atuaria no sentido contrário. Dado a *equivalência ricardiana*, essas duas forças, de sentidos opostos, se anulariam, ou seja, **o impacto do déficit fiscal seria nulo sobre a economia**. Nesse cenário, a política fiscal seria ineficaz como instrumento de promoção de crescimento econômico no longo prazo.

⁴ A *equivalência ricardiana*, proposto originalmente por David Ricardo, postula que uma política de déficits fiscais é ineficaz para o crescimento econômico, não resultando em impactos na demanda agregada.

Aceitando o pressuposto da equivalência ricardiana, a política fiscal deveria orientar-se a equilíbrio fiscal e não a promoção do crescimento econômico. Essa estabilidade fiscal é geralmente entendida como a manutenção ou queda da dívida pública em proporção do PIB. Para tal, recomenda-se a política de superávit primário, visando limitar o grau de discricionariedade da política fiscal, garantir um resultado primário positivo para o pagamento de juros e conter o avanço das despesas. O objetivo final é a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo.

O regime de metas de resultado primário entrou em vigor no Brasil com a introdução da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 1999. O estabelecimento de metas de superávit primário tem o objetivo de garantir recursos para o pagamento de juros da dívida pública e controlar a trajetória da relação dívida/PIB. Posteriormente, a Emenda Constitucional nº 95/2016 estabeleceu o Novo Regime Fiscal, ou Teto de Gastos, no qual o crescimento das despesas primárias da União não pode ser superior à taxa de inflação do exercício anterior até 2036. O regime de metas de resultado primário foi mantido, estando os dois hoje em vigência.

Regime de Taxa de Câmbio Flutuante

Em segundo lugar, há a adoção de um **regime de taxa de câmbio flutuante**, no qual o valor da moeda estrangeira é determinado, majoritariamente, pelo mercado, ainda que o Banco Central possa atuar no mercado de divisas. Não há uma meta ou banda explícita para a taxa de câmbio. Essa política apoia-se na teoria de que, dado a abertura financeira externa, os fluxos de capitais promoveriam o ajuste da taxa de câmbio ao nível do equilíbrio das contas externas. Ademais, dado a “trindade impossível”⁵, entendida como a impossibilidade de compatibilizar a livre mobilidade de capitais, o regime de taxa de câmbio fixo e a autonomia de política monetária, o regime de taxa de câmbio flutuante seria a opção para garantir a autonomia da política monetária doméstica em um contexto de globalização financeira.

O regime de taxa de câmbio flutuante foi adotado pelo Banco Central do Brasil em 1999. Segundo Prates (2015)⁶, no regime cambial adotado no Brasil, a taxa de câmbio é determinada, majoritariamente, pelas

⁵ A “trindade impossível” postula que não é possível para um país possuir, simultaneamente, uma política de taxa de câmbio fixa, mobilidade de capitais e autonomia de política monetária, sendo necessário que escolha dois desses pontos e abdique do terceiro. Na conjuntura macroeconômica atual, inclusive no Brasil, os países permitem a mobilidade internacional dos capitais com autonomia de política monetária doméstica, sendo necessário assim adotar uma política de taxa de câmbio flutuante.

⁶ PRATES, D. M.. O regime de câmbio flutuante no Brasil : 1999 - 2012 : especificidades e dilemas. 1. ed. Brasília: Instituto de Pesquisa Aplicada, 2015. v. 1. 188p .

“forças de mercado”, mas o Banco Central permanece realizando intervenções no mercado de câmbio, o que leva esse regime a ser denominado de “flutuação suja”.

Regime de Metas de Inflação

Por fim, no **regime de metas de inflação, implementado também em 1999**, há o anúncio público de uma meta para a inflação anual, que é perseguida pelo Banco Central por meio de alterações na taxa básica de juros. A meta é estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), formado pelo Ministro da Economia, o Presidente do Banco Central e o Secretário Especial da Fazenda do Ministério da Economia. A meta possui um valor central, o núcleo, e bandas simétricas para mais e para menos. O índice de preços escolhido para compor a meta é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), um índice cheio, ou seja, que comporta uma grande cesta de produtos, inclusive aqueles com maior volatilidade de preços. A meta de inflação tem o horizonte de doze meses, ou seja, refere-se ao nível de inflação acumulada em 12 meses considerando o ano calendário de janeiro a dezembro para a aferição do cumprimento ou não da meta.

Para garantir que a inflação convirja para a meta estipulada, o Comitê de Política Monetária (Copom), formado pelo presidente e diretores do Banco Central do Brasil, estipula uma meta para a taxa básica de juros, a SELIC. A convergência da SELIC-meta para a SELIC-efetiva ocorre por meio de operações em que o Banco Central compra e vende títulos públicos. **Portanto, o Re-**

gime de Metas de Inflação possui um objetivo, a meta de inflação, e um instrumento, a taxa básica de juros. Essa política monetária está baseada em um pressuposto teórico advindo do Novo Consenso Macroeconômico: enquanto no longo prazo a moeda é neutra, logo a queda na taxa de juros é ineficaz para gerar crescimento econômico, é possível reduzir (ou aumentar) temporariamente o desemprego no curto prazo com esta política.

Destrinchando este pressuposto, no curto prazo seria possível reduzir temporariamente o desemprego a partir de uma política monetária expansionista, realizada por meio da queda da taxa básica de juros. Uma taxa de juros baixa significa que os agentes privados terão mais incentivo a investir, pois deixar o dinheiro somente rendendo juros não é tão rentável. Os bancos, por sua vez, vão querer emprestar mais, facilitando o acesso ao crédito das famílias. Este maior investimento e crédito circulando na economia significa mais consumo, emprego e crescimento econômico. Por outro lado, quando o governo quer controlar a inflação, a solução seria provocar o desemprego e diminuir o crescimento econômico, pois meio do aumento da taxa de juros.

Apesar destes possíveis ganhos no curto prazo, no longo prazo, de acordo com o NCM, a queda na taxa de juros não tem capacidade de afetar o produto, em virtude da suposta *neutralidade da moeda*⁷.

⁷ A *neutralidade da moeda* é a noção de que a política monetária (ou a quantidade de moeda) não tem capacidade de afetar variáveis reais, como o crescimento econômico, afetando apenas variáveis nominais, como a inflação.

A inflação é entendida como um fenômeno derivado, exclusivamente, do excesso de demanda em relação ao produto potencial da economia, chamada de “inflação de demanda”. Isso é, a economia sempre está com a sua capacidade de oferta de produtos esgotada, então qualquer impulsionamento da economia via diminuição dos juros no longo prazo resultaria não em um estímulo à economia e sim em um nível maior de preços e o retorno à taxa natural de desemprego.

A conclusão lógica deste pressuposto é que utilizar a taxa de juros para promover emprego e renda é inútil. Logo, a fim de evitar que, por interesses políticos, a política monetária fosse usada de forma inapropriada, sua gestão deveria ocorrer por meio de técnicos em um Banco Central independente, justamente para conter o viés inflacionário da utilização da queda da taxa básica de juros. Mas, dado que no curto prazo a política é considerada eficaz, quando a inflação, ou expectativa de inflação, está acima da meta – que é definida, publicamente anunciada e perseguida pelo Banco Central – a autoridade monetária optaria por elevar a taxa básica de juros, o que resultaria em retração da demanda agregada e redução do nível de preços.

VISÕES CRÍTICAS AO TRIPÉ MACROECONÔMICO

A defesa mais enfática do tripé macroeconômico tem ocorrido por parte de economistas do campo liberal-ortodoxo, com grande influência e espaço na mídia e na política. As ideias de flexibilização ou superação do paradigma do tripé macroeconômico ocorrem, principalmente, em centros de pesquisa associados à abordagem econômica heterodoxa, como o IE-UNICAMP, o IE-UFRJ, o EESP-FVG entre outros.

Os críticos ao tripé, como, por exemplo, Rossi, Welle & Gonçalves (2020), ressaltam que apesar de o tripé macroeconômico ter logrado êxito no controle inflacionário na história recente do Brasil, esse regime mostrou-se inadequado no que se refere a criação de um ambiente macroeconômico propício ao crescimento sustentado com distribuição de renda e redução da desigualdade, assim como não resultou na “estabilidade macroeconômica” sugerida por seus defensores.

Seriam três as evidências de seu fracasso: (i) a economia brasileira conviveu com elevadas taxas de juros nominais, não explicadas nem pela trajetória da inflação doméstica e nem pelo patamar da dívida pública; (ii) a taxa de câmbio brasileira, em relação ao dólar, é uma das mais voláteis no mundo, com ciclos de valorização e desvalorização guiados por movimentos das finanças internacionais; (iii) o regime fiscal, sobretudo em relação as metas

de superávit primário, é pró-cíclico e incapaz de garantir a estabilidade da relação dívida pública/PIB.

A seguir, são descritas três alternativas de política econômica crítica ao tripé macroeconômico propostas especificamente para o caso brasileiro.

Novo-desenvolvimentismo

Uma das visões críticas ao tripé macroeconômico brasileiro é o pensamento novo-desenvolvimentista, cujo principal expoente é Luiz Carlos Bresser-Pereira (EESP-FGV). Este pensamento combina elementos do desenvolvimentismo clássico, da teoria macroeconômica pós-keynesiana e a hipótese da tendência crônica sobre a apreciação cíclica da taxa de câmbio⁸.

O novo-desenvolvimentismo entende que déficits fiscais persistentes são prejudiciais a economia, sendo definidos como “populismo fiscal”. A recomendação é que a política fiscal seja gerida visando o equilíbrio no longo prazo da despesa pública e manutenção da dívida pública em um nível aceitável, preservando a capacidade

⁸ A ideia de que em função das receitas de exportação de produtos primários ou do influxo excessivos de capitais de curto prazo (geralmente guiados por altas taxas de juros), a taxa de câmbio de economias de renda média apresentaria uma tendência crônica de valorização, interrompida por crises cambiais e financeiras.

de investimento público. No curto prazo, porém, a política fiscal deve orientar-se pela atuação anticíclica – divergindo, assim, da política pregada pelos ortodoxos, em que qualquer política anticíclica está fadada ao fracasso. Uma das razões para a necessidade de manter equilíbrio fiscal no longo prazo é sua repercussão no saldo em transações correntes⁹. Pelo lado da arrecadação, a defesa é por uma carga tributária relativamente alta, capaz de financiar gastos sociais.

A política cambial é um dos principais pontos do novo-desenvolvimentismo. Defende-se que a taxa de câmbio se situe no nível que promova a competitividade das empresas produtivas nacionais. Quanto à taxa de juros, a recomendação é que o patamar seja baixo, para estimular investimentos produtivos. Contudo, coloca também entre os objetivos uma taxa de inflação baixa.

De acordo com Bresser (2020)¹⁰, a tendência crônica à sobrevalorização cíclica da taxa de câmbio possui quatro causas fundamentais, sendo três associadas à política monetária. Em primeiro lugar, elevadas taxas de juros tendem a atrair fluxos de capitais especulativos, interessados em ganhos de curto prazo em aplicações financeiras domésticas. Esse influxo de capitais leva a valorização da taxa

de câmbio, pois haveria um excesso de divisas. A valorização da taxa de câmbio, por sua vez, contribui para a redução da inflação. Como no caso da primeira fase do real, a taxa de câmbio valorizada promove uma competição via preço entre os produtos domésticos e importados, assim como barateia a importação de insumos. Por esses mecanismos, há uma redução da inflação brasileira em períodos de valorização cambial. Essa situação cria a oportunidade para o “populismo cambial”: ao permitir que a valorização da taxa de câmbio reduza a inflação e aumente os salários reais de forma, supostamente, artificial.

De forma resumida, a proposta macroeconômica do novo-desenvolvimentismo envolve a busca por uma taxa de câmbio desvalorizada, enfrentando a tendência a valorização da taxa de câmbio, associada a uma política monetária expansionista, via redução da taxa de juros. Há claramente na literatura novo-desenvolvimentista a crítica à manutenção a combinação perversa de taxa de câmbio valorizada e taxa de juros elevada. O regime macroeconômico proposto, em conclusão, passa pela estratégia de redução estrutural da taxa de juros, alinhada ao combate ao “populismo fiscal” e o “populismo cambial”.

Portanto, há, nessa visão, espaço para uma política monetária expansionista na economia brasileira, compatibilizando o compromisso com a estabilidade de preços com uma política de crescimento com distribuição de renda. A explicação pela opção brasileira do binômio taxa de câmbio valorizada e taxa de juros elevada passaria, na

⁹ Uma economia em crescimento tende a piorar o saldo em transações, dado o aumento das importações. A ideia é que déficits fiscais ampliam a demanda agregada.

¹⁰ BRESSER-PEREIRA, L. C. Novo Desenvolvimento - Um Segundo Momento do Estruturalismo Latino-Americano. Revista de Economia Contemporânea, v. 24, p. 1, 2020.

concepção de Bresser-Pereira, por argumentos de Economia Política, associado a defesa de capitalistas rentistas, que lucram com taxas de juros elevadas, por parte de economistas liberais. Logo, é importante ressaltar que, embora haja espaço para uma política monetária expansionista do ponto de vista econômico, é preciso que haja também espaço político, pois uma alteração estrutural no nível da taxa de juros afetaria os interesses de parte considerável da classe capitalista.

Social desenvolvimentismo

Uma segunda vertente heterodoxa que propõe um regime macroeconômico alternativo ao vigente é o social desenvolvimentismo, elaborado, sobretudo, por economistas associados ao IE-UNICAMP. Segundo Rossi (2014)¹¹, o social desenvolvimentismo consiste em uma estratégia de desenvolvimento que busca conciliar o dinamismo econômico, a expansão da infraestrutura social e a distribuição de renda por meio da intervenção do Estado na economia. O regime macroeconômico deveria, nesta visão, se guiar por dois objetivos principais: orientar a política macroeconômica para a atuação anticíclica e incentivar o investimento produtivo.

Partindo de premissas da teoria macroeconômica pós-keynesiana e advogando por certo grau de discricionariedade na atuação do Estado,

o social-desenvolvimentismo propõe se não uma ruptura absoluta com o tripé macroeconômico, mas sim reformas que o conciliem com os preceitos pós-keynesianos.

Na área fiscal, propõe adicionar um componente anticíclico ao regime fiscal. Por suas características, o regime fiscal centrado no superávit primário é essencialmente pró-cíclico¹², o que evidencia o equívoco de lidar com metas anuais para se atingir um resultado de longo prazo, desconsiderando efeitos dos ciclos e relação entre crescimento e gasto público. São sugeridas duas formas de compatibilizar o regime fiscal de superávit primário com a atuação anticíclica: a primeira é o abandono da meta anual com o intuito de possibilitar o manejo das oscilações cíclicas; a segunda é definir um conjunto de regras de gastos a partir da atuação anticíclica, ou seja, que os gastos públicos, sobretudo na forma de investimentos, aumentem em períodos de retração do gasto privado.

No âmbito da política cambial, o regime de taxa de câmbio flutuante permite maior flexibilidade e capacidade de absorção de choques externos, reduzindo os impactos na economia doméstica. Logo, por um lado, o regime de taxa de câmbio flutuante traz vantagens para a economia doméstica em um ambiente de globalização financeira, contudo, por outro lado, as forças de mercado, se deixadas agir livremente, não promovem a convergência da

¹¹ ROSSI, P.. Regime Macroeconômico e o Projeto Social-desenvolvimentista. In: Calixtre, A.; Biancarelli, A.; Cintra, M.A.. (Org.). *Presente e Futuro do Desenvolvimento Brasileiro*. 1ed. Brasília: IPEA, 2014, v. , p. 195-225.

¹² Pró-cíclico em relação ao ciclo econômico, ou seja, quando o PIB cresce a política fiscal é expansionista. Um regime anticíclico seria a política fiscal ser expansionista em períodos de queda do PIB.

taxa de câmbio ao nível compatível ao desenvolvimento. Por essa razão há motivos para uma política cambial ativa para lidar com questões relativas ao patamar e a volatilidade da taxa de câmbio.

No caso da política monetária, seria possível conciliar o regime de metas de inflação com as proposições do social-desenvolvimentismo. Contudo, isso ocorreria a partir da consideração de três pontos, negligenciados no modelo de gestão atual: (i) a meta de inflação não pode ser o objetivo único da política monetária; (ii) a meta de inflação deve ser flexível ao ponto de acomodar choques de oferta inflacionários e pressões inerentes ao processo de desenvolvimento econômico; e, (iii) a taxa de juros não pode ser o único instrumento de condução da política monetária, optando, em cada caso, pelo instrumento mais adequado. Em termos do patamar da taxa de juros, o regime de metas deveria ser compatível com a redução estrutural da taxa de juros, estimulando o investimento produtivo e incentivo ao crédito e desestimulando o rentismo.

Finanças funcionais na economia da demanda efetiva

Uma terceira vertente teórica crítica ao NCM que podemos destacar é a Teoria Monetária Moderna (TMM). Nesta análise, privilegia-se conciliar a TMM com os pressupostos da economia da demanda efetiva, defendida, sobretudo, por economistas da IE-UFRJ¹³. Em termos das aplicações dessa contribuição teórica ao caso brasileiro destaca-se o trabalho de Serrano & Pimentel (2017)¹⁴.

A contribuição central dos autores é demonstrar que em países emissores de moeda soberana¹⁵, o governo não está exposto ao risco de insolvência (ou default), ou seja, ao risco não pagar a suas obrigações financeiras, para dívida em moeda doméstica. Isso ocorreria mesmo em países, como o Brasil, em que há proibição de financiamento direto do Tesouro por parte do Banco Central. A razão seria que o governo é o emissor em si da moeda e pode sempre se financiar a taxas de juros de curto prazo, fixadas de forma autônoma pelo Banco Central.

¹³ Na abordagem da Macroeconomia da Demanda Efetiva, Summa & Serrano (2019) acrescentam aos pressupostos da TMM/Finanças Funcionais três pilares teóricos: a abordagem da taxa de juros exógena, na qual o governo não enfrenta problemas de solvência em dívidas denominadas na própria moeda e que o Banco Central determina de forma autônoma a taxa básica de juros; a extensão do princípio da demanda efetiva para o longo prazo; e, por fim, a noção da inflação de custo e via conflito distributivo.

¹⁴ SERRANO, F.; PIMENTEL, K. Será que acabou o dinheiro? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 21, p. 10.1590/1980552, 2017.

¹⁵ Soberania monetária é capacidade de um Estado de emitir uma moeda nacional com curso forçado.

No caso brasileiro, a convergência da meta da taxa Selic à Selic-efetiva¹⁶ é garantida por meio da atuação do Banco Central no gerenciamento diário de liquidez, comprando e vendendo títulos públicos (principalmente nas chamadas “operações compromissadas”) no mercado de reservas bancárias. Em países, como o Brasil, nos quais o Banco Central está disposto a garantir que a taxa de juros efetiva convirja para a meta, o governo poderá se financiar por meio da emissão de títulos de dívida, pois eventuais pressões nas taxas de juros advinda dos títulos emitidos pelo Tesouro serão corrigidas pelo Banco Central.

Logo, a política monetária possuiria uma maior liberdade de atuação, dado a capacidade do Banco Central de escolher a taxa básica de juros de curto prazo, via atuação no mercado de reservas bancárias. Completa esse entendimento a noção de que a inflação deve ser, na maioria das vezes, um fenômeno explicado, no caso de vista brasileiro, do ponto de vista da oferta e não derivada do excesso de demanda. Logo, rebaixamentos na taxa de juros que levariam a aumentos na demanda agregada não teriam impactos inflacionários, como coloca o NCM. As causas da inflação, nessa visão, seriam o conflito distributivo – uma entre os lucros e os

salários por participação na renda – e choques nos custos (ou preços dos insumos de produção) e não resultados do aumento de demanda. Logo, haveria espaço para uma política monetária expansionista, a partir principalmente da redução da taxa de juros.

¹⁶ O Comitê de Política Monetária, Copom, determina uma meta para a taxa de juros SELIC. A partir da definição dessa meta, o Banco Central realiza operações de compra e venda de títulos públicos para convergir à taxa de juros (Selic-efetiva) a meta que foi estabelecida. Logo, não é a simples anúncio da meta da taxa de juros pelo Copom que garante que essa taxa de juros seja de fato a efetiva, é preciso que o Banco Central atue no mercado para garantir essa taxa de juros.

A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL (1999 – 2021)

Resgate Histórico (1994-1999)

A adoção do tripé macroeconômico ocorreu em virtude da insustentabilidade do regime de banda cambial vigente na primeira fase do real (1994 – 1999). É notório que o Plano Real logrou êxito em seu objetivo principal, o controle do processo inflacionário que há anos acompanhava a economia brasileira, contudo ele produziu graves efeitos colaterais¹⁷, com destaque para o desequilíbrio externo e fiscal. Esses desequilíbrios eram resultados indiretos da própria estratégia de estabilização da inflação, que contava com uma taxa de câmbio administrada mantida sobrevalorizada e política monetária restritiva, com elevadas taxas de juros.

Neste período, a política cambial estava no centro da estratégia de estabilização dos preços. Em primeiro lugar, era necessário garantir uma relação estável entre o valor da nova moeda doméstica, o real, e moeda norte-americana, o que se traduziu em um regime com banda cambial¹⁸. Em segundo lugar, a taxa de câmbio deveria ser mantida em um patamar valorizado, com o objetivo de conter os preços dos produtos e insumos importados e criar uma competição via preço entre a

produção nacional e as importações. Como resultado, o país passou a registrar déficits em transações correntes, o que significa que mais dólares estavam saindo do que entrando no Brasil¹⁹.

Para lidar com esse desequilíbrio externo, que ameaçava levar a desvalorização do real frente ao dólar, o Brasil praticava altas taxas de juros, com a finalidade de atrair dólares por meio de fluxos de capitais especulativos de curto prazo. A entrada de recursos em moeda estrangeira exigia a realização de operações de esterilização. As *operações de esterilização* visam neutralizar variações da base monetária resultantes, neste caso, do influxo de capitais. Os dólares que ingressam no país para obtenção de ativos domésticos são, em primeiro, convertidos em reais no mercado de câmbio, pois os ativos domésticos, como ações na Bovespa e títulos públicos, são cotados em reais. Logo, em um primeiro momento, o influxo de capitais estrangeiros altera a base monetária em reais. Em resposta, o Banco Central pode emitir títulos públicos como forma de conter esse excesso de liquidez. Como resultado, houve uma expansão da dívida pública e um aumento de seu custo, dado as elevadas taxas de juros.

¹⁷ Giambiagi *et al* (2021)

¹⁸ No regime de bandas cambiais o Banco Central se compromete em assegurar o valor da taxa de câmbio dentro em um intervalo anunciado publicamente.

¹⁹ As transações correntes correspondem às transações comerciais, de bens e serviços, a renda primária (renda do trabalho e de investimentos) e renda secundária (“transferências unilaterais”).

Logo, apesar de lograr êxito no objetivo principal, a estabilidade de preços, o Plano Real criou outros desequilíbrios macroeconômicos. Os resultados positivos dependiam de uma taxa de câmbio sobrevalorizada e de uma elevada taxa de juros, o que resultou em desequilíbrios fiscais e externos. Com a reversão do cenário de liquidez internacional, que levou a diminuição da entrada de fluxos de capital para o Brasil, e as sucessivas crises cambiais em países emergentes, o país se viu forçado a abandonar esse regime no ano 1999, quando o real foi alvo de sucessivos ataques especulativos.

O país então adotou um o tripé macroeconômico em 1999, que procurou corrigir os desequilíbrios advindos do Plano Real:

- Regime de taxa de câmbio flutuante, ou seja, não há uma meta explícita para o valor da moeda estrangeira, sendo esse determinado majoritariamente pelo mercado, ainda que o Banco Central possa intervir comprando e vendendo divisas estrangeiras. O regime de câmbio flutuante supostamente permitiria o ajuste das contas externas de forma gradual, sem a necessidade de políticas contracionistas internamente para se alcançar o ajuste externo;

- Regime de metas de inflação para a política monetária. Combinada com o câmbio desvalorizado, as metas de inflação significam que a política monetária poderia se voltar para objetivos internos, visto que estaria livre do compromisso de garantir o influxo de capitais necessários para a manutenção da taxa de câmbio valorizada artificialmente;

- Regime fiscal orientado a geração de superávits primários, com o objetivo de resguardar recursos para o pagamento de juros e estabilizar a razão entre a dívida pública e o PIB.

Como assinalou Armínio Fraga²⁰, presidente do Banco Central no período de introdução do tripé, a inflação, antes controlada pela taxa de câmbio, passaria a ser meta da política monetária e o equilíbrio externo, que antes era obtido com elevadas taxas de juros, passaria a ser o objetivo da política cambial.

Comportamento geral da inflação e da taxa de juros no Brasil

Apesar das mudanças de governo e de orientação da política econômica durante o período de vigência do tripé macroeconômico, o núcleo da política monetária foi uma constante ao longo das últimas duas décadas. Como discutido anteriormente, essa política econômica tem como objetivo atingir uma meta para a taxa de inflação, por meio da manipulação da taxa básica de juros, a SELIC. Em suma, a política monetária possui um objetivo principal, garantir uma baixa taxa de inflação, e um instrumento, a taxa básica de juros.

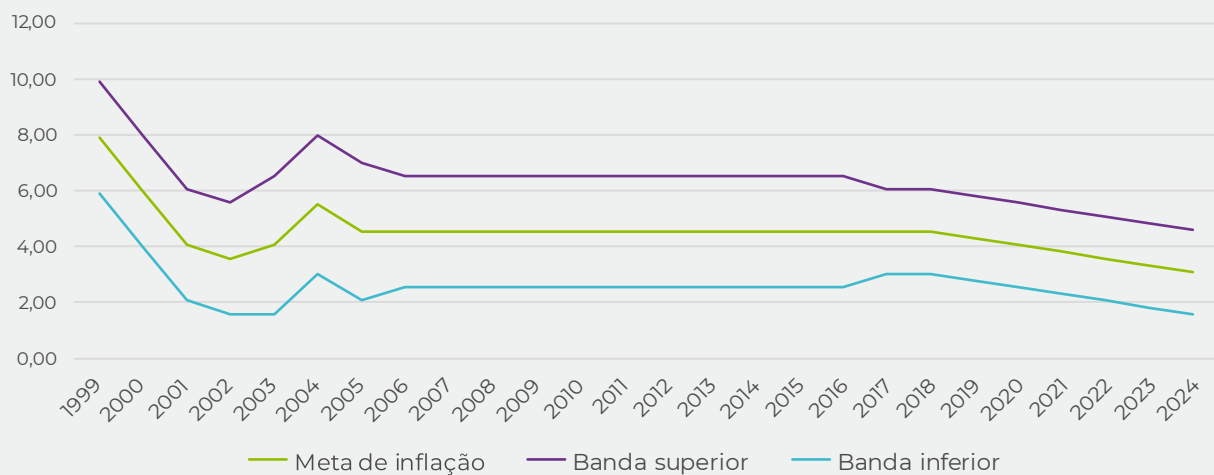
Logo, em primeiro lugar, é preciso avaliar a efetividade da política monetária, em termos da sua capacidade de cumprir o objetivo proposto. O Gráfico 1 a e Tabela 1 apresentam a evolução da meta de inflação, considerando as bandas de oscilação, estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), inclusive para os próximos anos.

²⁰ “Roda Viva”, TV Cultura, 14/06/1999.

Ao considerar todo o período é possível analisar dois movimentos. Em um primeiro momento (1999-2002), a meta de inflação teve tendência a queda, com manutenção das bandas em 2% para mais ou para menos. Após um período de ascensão passageira (2002-2004), observa-se uma fase de estabilidade da meta e das bandas de inflação: entre os

anos de 2006 e 2016 o CMN manteve o mesmo padrão para a meta de inflação, sendo o centro da meta de 4,5%, com bandas de 2,0% para mais e para menos. A partir de 2018, e o CMN adotou uma postura mais rígida em relação à meta, estipulando uma meta cadente e o estreitamento das bandas.

Gráfico 1 - Meta de inflação



Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 1 - Metas de Inflação no Brasil

Ano	Meta de inflação	Banda	Limite superior	Limite inferior	IPCA	Resultado
1999	8,00	2,00	10,00	6,00	8,94	Dentro da Meta
2000	6,00	2,00	8,00	4,00	5,97	Dentro da Meta
2001	4,00	2,00	6,00	2,00	7,67	Fora da Meta
2002	3,50	2,00	5,50	1,50	12,53	Fora da Meta
2003	4,00	2,50	6,50	1,50	9,30	Fora da Meta
2004	5,50	2,50	8,00	3,00	7,60	Dentro da Meta
2005	4,50	2,50	7,00	2,00	5,69	Dentro da Meta
2006	4,50	2,00	6,50	2,50	3,14	Dentro da Meta
2007	4,50	2,00	6,50	2,50	4,46	Dentro da Meta
2008	4,50	2,00	6,50	2,50	5,90	Dentro da Meta
2009	4,50	2,00	6,50	2,50	4,31	Dentro da Meta
2010	4,50	2,00	6,50	2,50	5,91	Dentro da Meta
2011	4,50	2,00	6,50	2,50	6,50	Dentro da Meta
2012	4,50	2,00	6,50	2,50	5,84	Dentro da Meta
2013	4,50	2,00	6,50	2,50	5,91	Dentro da Meta
2014	4,50	2,00	6,50	2,50	6,41	Dentro da Meta
2015	4,50	2,00	6,50	2,50	10,67	Fora da Meta
2016	4,50	2,00	6,50	2,50	6,29	Dentro da Meta
2017	4,50	1,50	6,00	3,00	2,95	Fora da Meta
2018	4,50	1,50	6,00	3,00	3,75	Dentro da Meta
2019	4,25	1,50	5,75	2,75	4,31	Dentro da Meta
2020	4,00	1,50	5,50	2,50	4,52	Dentro da Meta

Fonte: Banco Central do Brasil

Como exposto na Tabela 1, nos primeiros anos de vigência de novo regime não é possível afirmar que seus resultados foram positivos. Entre 1999 e 2003 a inflação, medida pelo IPCA, ultrapassou o limite superior da meta em três oportunidades (nos anos de 2001, 2002 e 2003).

Contudo, nos anos seguintes, houve um grande período em que a inflação efetiva esteve dentro da meta

estipulada. A inflação voltou a superar o limite superior da meta apenas no ano 2015. Segundo o Banco Central²¹, esse resultado negativo refletiu o ajuste de preços administrados (que anteriormente estavam

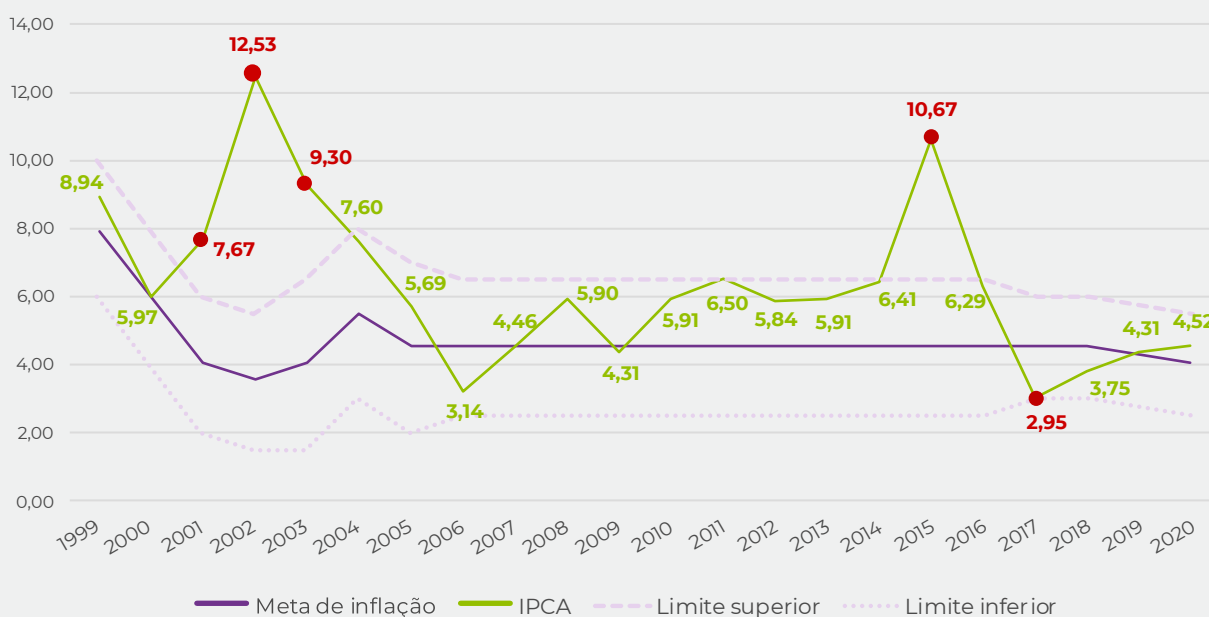
²¹ Em carta aberta datada de 8 de janeiro de 2016 em função do descumprimento da meta de inflação e em atenção ao parágrafo único do art. 4º do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

represados como política de controle da inflação) e o realinhamento dos preços domésticas em relação aos preços internacionais, resultado da desvalorização cambial. Novamente, em 2017, o Banco Central do Brasil deixou de cumprir a meta de inflação, contudo, dessa vez, isso ocorreu porque a inflação efetiva foi menor do que o limite inferior da meta.

Portanto, **o Banco Central do Brasil deixou de cumprir a meta de**

inflação em cinco anos dos vinte de vigência do novo regime, ou seja, em 25% dos casos. Apesar deste descumprimento, é possível afirmar que o regime de metas de inflação é efetivo no caso brasileiro, visto que não houve nenhum episódio inflacionário persistente ou picos inflacionários significativos. O Gráfico 2 ilustra o desempenho da inflação efetiva versus a meta de inflação, com destaque em vermelho para os anos em que não houve o cumprimento da meta.

Gráfico 2 - Metas de Inflação e Inflação Efetiva (IPCA)



Fonte: Banco Central do Brasil

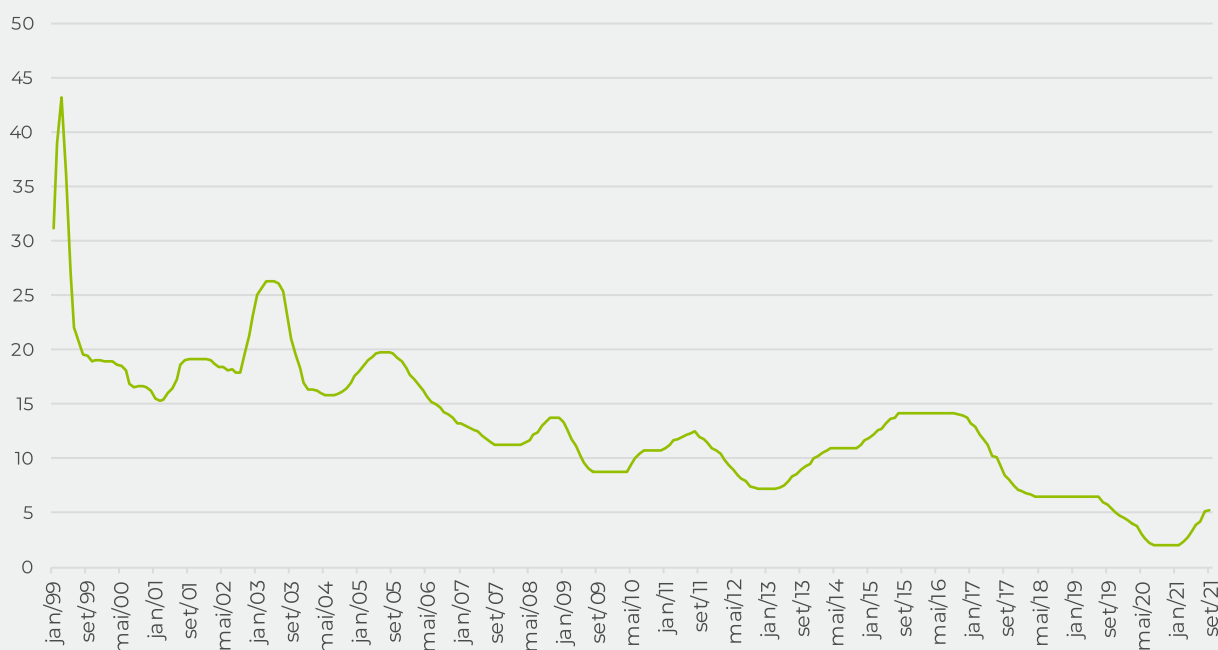
Os resultados positivos, em termos do controle do processo inflacionário, seriam então suficientes para determinar o sucesso do regime de metas de inflação? Infelizmente, não. De fato, o processo inflacionário foi rela-

tivamente contido, mas o resultado se deu devido à manutenção de um patamar alto de taxa de juros no período, em detrimento de outros objetivos econômicos, como veremos na próxima seção.

O Gráfico 3 apresenta a evolução da SELIC ao longo do período de vigência do regime de metas de inflação. Em termos da dinâmica, há uma tendência geral de queda das taxas de juros nominais. No período entre 1999 e 2002 foi de grande instabilidade macroeconômica, com sucessivas crises cambiais. Com a finalidade de atrair capitais externos especulativos para suprir a necessidade de financiamento externo, o Brasil adotou uma política monetária restritiva, com taxas nominais de juros muito elevadas. A melhora do cenário externo, aliado uma mudança parcial da polí-

tica macroeconômica doméstica, permitiu uma tendência de queda da taxa de juros entre 2003 e 2013, apesar dos ciclos de afrouxo e aperto monetário no período. Em 2015 houve uma reorientação da política econômica no governo Dilma, com um verdadeiro choque recessivo²² composto pela queda do gasto público, aumento de preços administrados, forte desvalorização da taxa de câmbio e aumento da taxa de juros. No período recente, contudo, a taxa de juros nominal assumiu novamente uma tendência geral de queda, atingindo mínimas históricas.

Gráfico 3 - Taxa básica de juros, SELIC



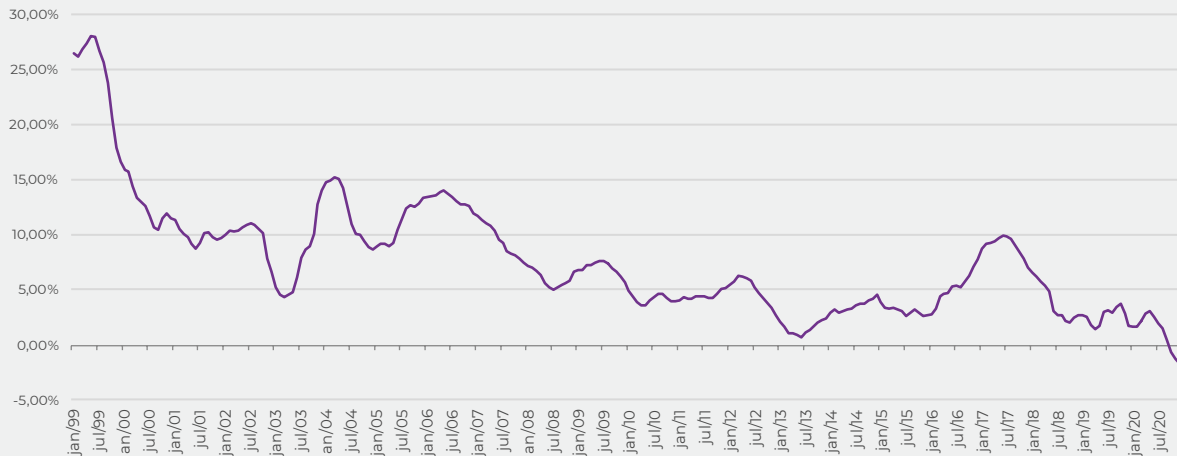
Fonte: Banco Central do Brasil

²² Centro de Estudos de Conjunto e Política Econômica – CECON, “Choque recessivo e a maior crise da história: A economia brasileira em marcha à ré”.

Um comportamento semelhante pode ser observado na taxa real de

juros, aquela que considera os efeitos da inflação²³ (vide Gráfico 4).

Gráfico 4 - Taxa de juros real



Fonte: Banco Central do Brasil

Apesar de uma tendência geral de queda, desde a adoção do regime de metas de inflação a economia brasileira apresenta elevadas taxas de juros em termos do padrão internacional. A partir de dados do

BIS, em uma análise com 166 países e considerando o período entre 1999 e 2016 o Brasil apresentou a segunda maior média de taxa de juros real do conjunto, apenas atrás da Zimbábue.

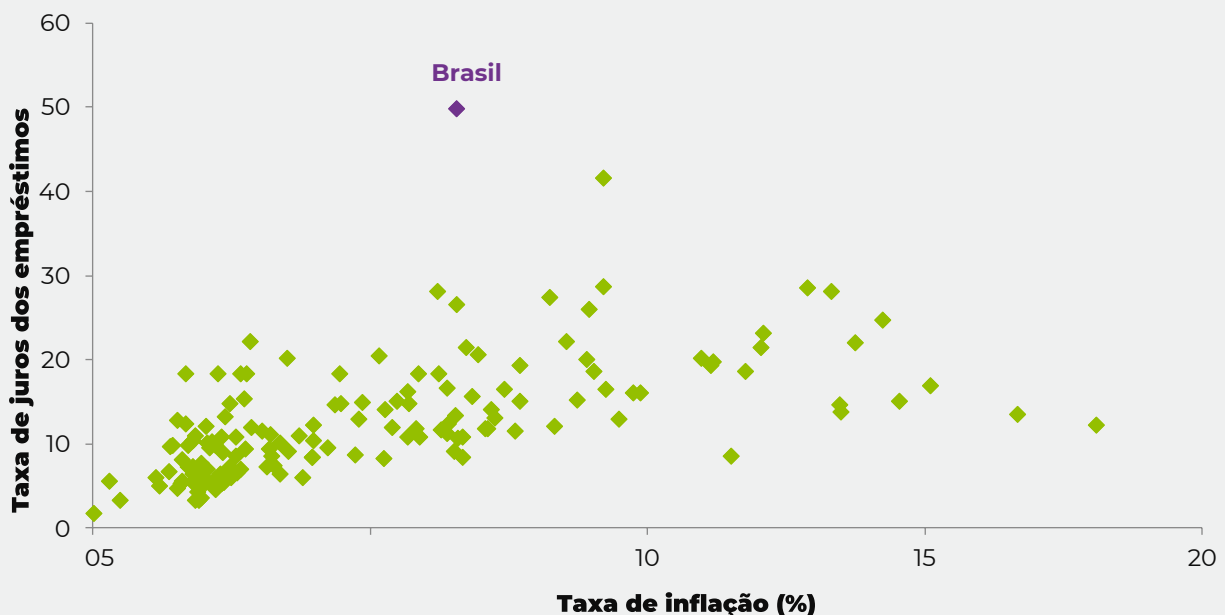
²³ Utilizou-se o conceito de taxa de juros real *ex-post*, que considera a taxa Selic efetiva acumulada nos últimos 12 meses, descontada a inflação acumulada no período, como sugere o Banco Central do Brasil.

Efeitos da alta de juros na economia

A elevada taxa de juros tem repercussões macroeconômicas negativas sobre a economia brasileira. Aqui analisaremos três: o acesso ao crédito; o aumento do custo da dívida pública; e os investimentos.

Em primeiro lugar, **o Brasil possui uma das maiores taxas de empréstimos do mundo**, mesmo com uma taxa de inflação relativamente moderada, como pode ser visto no Gráfico 5. O elevado custo do crédito prejudica as famílias e as empresas, sendo um obstáculo para o crescimento econômico e a geração de emprego.

Gráfico 5 - Taxa de juros de empréstimos e taxa de inflação (% , média 1999 – 2016)



Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: Foram considerados 159 países na amostra.

Em relação às empresas, uma pesquisa²⁴ de 2005 concluiu que o crédito empresarial é pouco desenvolvido: as taxas de juros pra-

ticadas são exorbitantes e acesso ao crédito, bastante restrito. Entre as empresas médias, cerca de 30% não apresentam financiamento de curto prazo durante o período, ao passo que aproximadamente 16% não apresentam endividamento de longo prazo. Na comparação internacional, o crédito brasileiro está

²⁴ ANTONIO GLEDSON DE CARVALHO. Lei de Falência, Acesso ao Crédito Empresarial e Taxas de Juros no Brasil. Revista de Economia Política, vol. 25, nº 1 (97), pp. 131-153, janeiro-março/2005

muito aquém do padrão de países em nível de desenvolvimento similar: a média brasileira de volume de crédito bancário como proporção do PIB é de 46,7%, enquanto países em estágio similar de desenvolvimento apresentam valores em torno de 150%.

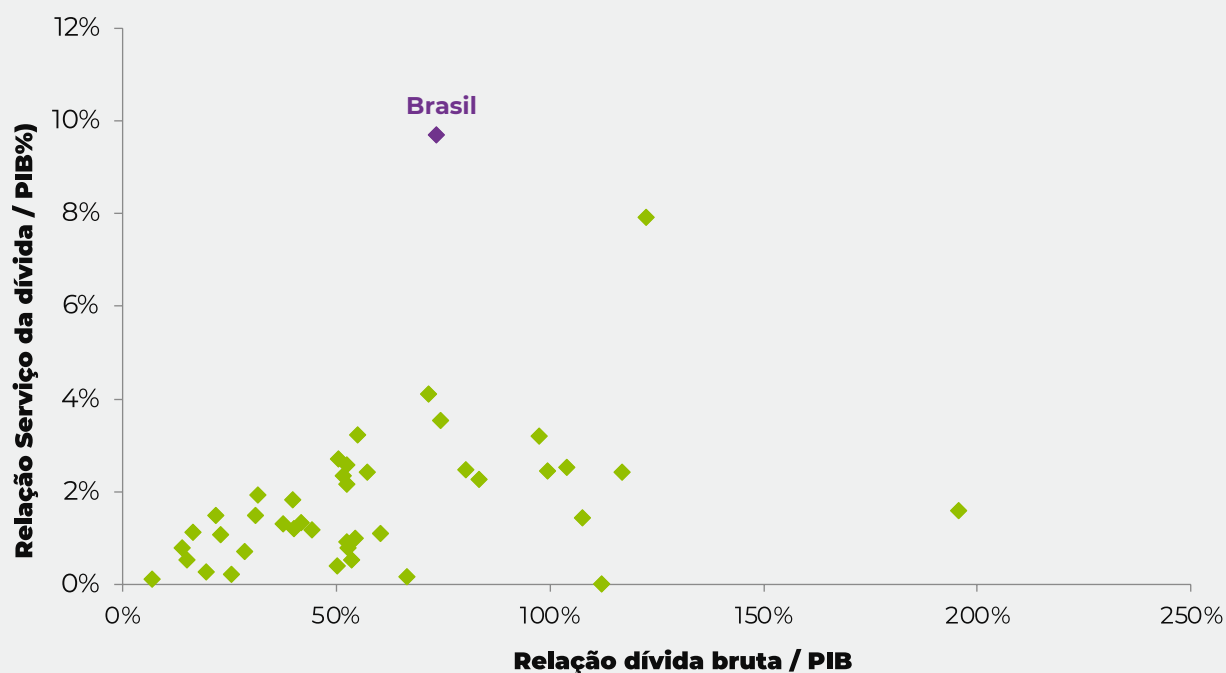
Para o crédito às famílias, um estudo²⁵ que analisou o momento da batalha dos spreads (analisado em seção anterior) chegou à conclusão que a diminuição das taxas de juros no período levou ao aumento ao crédito e um incremento na participação de agentes mais jovens, com menor renda e com menor tempo de conta bancária no mercado de crédito.

Um segundo aspecto econômico relevante é o **elevado custo da dívida pública**, advindo do fato do Tesouro precisar se financiar com títulos atrelados à taxa de juros

elevada. Quanto maior a taxa de juros, maior o custo da dívida e os recursos destinados ao pagamento de juros. Mesmo com relação dívida/PIB moderada, **o Brasil possui o maior serviço da dívida em uma amostra internacional com 42 países**, segundo dados do Banco Mundial. Países como os Estados Unidos e Japão, por exemplo, possuíam uma relação dívida/PIB de 99% e 196%, respectivamente, contudo, o serviço da dívida em relação ao PIB era de apenas 2% em 2016. **No Brasil, também em 2016, mesmo com o estoque de dívida de 74% em relação ao PIB, o serviço da dívida chegou a 10%**. Isso ocorre em virtude da elevada taxa de juros brasileira, sobretudo quando comparada a taxa de juros de países centrais, como o Japão e os Estados Unidos. As consequências de um alto serviço de dívida serão exploradas na próxima seção.

²⁵ Felipe Alves FONSECA. Paulo Augusto P. de BRITTO. Análise Exploratória de Efeitos da Redução das Taxas de Juros Bancários no Brasil, em 2012, sobre os Empréstimos: o Caso de um Grande Banco Estatal. Revista Eletrônica de Administração (Online) ISSN: 1679-9127, v. 15, n.2, ed. 29, Jul-Dez 2016.

Gráfico 6 - Serviço da dívida/PIB e Dívida/PIB (%)



Fonte: Banco Mundial. Dados elaborados por Rossi, Welle & Gonçalves (2019).
Nota: Foram considerados 42 países na amostra e ano de referência é 2016.

Por fim, um cenário de taxas de juros elevadas leva ao desestímulo ao investimento produtivo. A elevada taxa de juros, como descrito anteriormente, contribui para a valorização da taxa de câmbio brasileiro, **prejudicando a produção industrial doméstica e os setores exportadores**. Além disso, ela desestimula ao investimento pois está em concorrência direta com a taxa de lucros: para valer a pena o investimento privado, a taxa de lucro precisa ser maior que a de juros, renda que pode ser ganha ao comprar títulos atrelados à Selic. A falta de investimentos compromete a capacidade de geração de emprego e renda.

Um estudo²⁶ comparou a taxa de juros real brasileira com a Formação Bruta de Capital Fixo, que retrata o investimento realizado na economia, e concluiu que no período 2003-2018 há uma tendência de aumento do investimento quando a taxa de juros é reduzida. O estudo também viu uma tendência de equivalência da variação do PIB per capita com o investimento, corroborando com as teorias de que o investimento é um dos principais

²⁶ Josiane Zanette Batista y Gilson Batista de Oliveira (2021): "Decisão de investir, taxa de juros e crescimento econômico: estudo comparativo entre Brasil e África do sul", Revista contribuciones a la Economía (Vol 19, N° 1 enero 2021, pp. 16-27). Disponível em: <https://www.eumed.net/es/revistas/contribuciones-economia/ce-enero21/crescimentoeconomico>

instrumentos que contribuem para o crescimento econômico. Por fim, outros estudos comprovam a relação entre redução da taxa de juros e investimentos, como Sonaglio, Braga e Campos (2010)²⁷ e Bresser Pereira (2003)²⁸, este último alegando que a política adotada no Brasil de alta taxa de juros para controle inflacionário é o principal fator para a inconsistência e volatilidade da taxa de investimento brasileiro.

A nova matriz macroeconômica (2011-2014)

Após essa visão geral do comportamento da política monetária desde a implementação do tripé macroeconômico, faz-se necessário uma análise mais aprofundada da última tentativa de alterar mais profundamente a condução da política monetária, relacionada a “Nova Matriz Econômica” (NME), adotada ao longo do primeiro mandato presidencial de Dilma Rousseff (2011–2014).

Segundo Marcio Holland (2017)²⁹, ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda durante o governo Dilma Rousseff, o termo surgiu para descrever uma política macroeconômica associada a menores taxas de juros e a taxa de câmbio desvalorizada. Esse movimento

²⁷ Cláudia Maria Sonaglio. Marcelo José Braga Antonio Carvalho Campos. Investimento Público e Privado no Brasil: Evidências dos Efeitos Crowding-In e Crowding-Out no Período 1995-2006. Revista EconomiA. Maio/Agosto 2010.

²⁸ BRESSER – P.L. C. Macroeconomia da estagnação: crítica a ortodoxia convencional no Brasil pós 1994. Análise econômica. Ano 21, n. 39, Março. Porto Alegre. 2003.

²⁹ HOLLAND, M. A Matriz da Discórdia. Conjuntura Econômica, 2017.

seria uma tentativa de solucionar uma questão macroeconômica do Governo Lula que suscitou inúmeras críticas: a combinação entre elevadas taxas básicas de juros e taxa de câmbio valorizada. Contudo, de acordo com o próprio ex-secretário, a NME não substituiria o tripé de política econômica vigente desde 1999.

Na visão de Singer (2015)³⁰, a NME consistia em um conjunto mais amplo de mudanças de política econômica. Em primeiro lugar, a redução estrutural da taxa básica de juros, compatível com o nível internacional, seria o principal pilar da NME. Associado à redução da taxa básica de juros, o governo adotou outras medidas de estímulo ao crédito, como o uso dos bancos públicos para promover uma redução geral dos spreads dos bancos comerciais (como será discutido no próximo tópico) e a ampliação dos créditos do BNDES a partir de recursos do Tesouro Nacional.

Em comunhão com uma política monetária expansionista, por meio da redução dos juros, a NME propunha um patamar mais desvalorizado para a taxa de câmbio, uma medida de estímulo ao crescimento via exportações e via efeito de competição entre a produção nacional e os importados. A estratégia de administração do patamar da taxa de câmbio contou, inclusive, com instrumentos de controle de capitais (alterações nas alíquotas de IOF sobre investimentos estrangeiros de carteira, controle sobre capta-

³⁰ SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas. Novos Estudos. CEBRAP, v. 102, p. 43-71, 2015.

ções externas por parte de residentes, recolhimento sobre posições de bancos no mercado de câmbio à vista e maior controle sobre as operações com derivativos cambiais). Por fim, no campo fiscal, a proposta era para “consolidação fiscal”, ou seja, uma política de contenção dos gastos. A estratégia da NME era impulsionar o investimento privado, sobretudo no setor industrial, visando uma nova estratégia de desenvolvimento econômico, com apoio, ao menos inicial, de parte da burguesia nacional.

A estratégia de política econômica passou a incorporar outros elementos com a passar do tempo: a intervenção no setor de energia (petróleo e de energia elétrica), ao impor uma política de represamento dos preços, e o uso dos bancos públicos para promover a redução dos *spreads*.

Economistas de orientação liberal-ortodoxa, Fernando de Holanda Barbosa e Samuel Pessoa, afirmam que a NME significou o abandono do tripé macroeconômico, sendo caracterizada por uma pelo abandono velado do Banco Central ao regime de metas de inflação (estipulando taxas de juros menores do que aquelas que seriam compatíveis com a meta de inflação), expansão do crédito pelos bancos estatais, abandono velado do regime de câmbio flexível e intervenções em seguimentos de petróleo e energia elétrica (Barbosa, F. H., 2015³¹; Barbosa, F. H.; Pessoa, S.,

³¹ BARBOSA, F. H. Crises econômicas e política de 2015: origens e consequências. Revista Conjuntura Econômica, 69(9), 53, 2015.

2014³²). Contudo, convém salientar, como exposto na seção anterior, que o que no período, a exceção do ano de 2015, o Banco Central cumpriu as metas de inflação.

Em síntese, em termos da política monetária, o primeiro governo Dilma destaca-se pela redução da taxa básica de juros, que de fato foi efetiva, mas que teve uma curta duração, com reversões parciais em 2013 e definitiva em 2015, o uso de controle de preços administrados (como energia e gasolina) para controle da inflação e o esforço para a redução dos *spreads* bancários. No geral, a política não foi eficaz em promover crescimento econômico, apesar de não levar a um descontrole inflacionário.

A Batalha dos Spreads

Um segundo tema importante de política monetária do governo Dilma Rousseff foi à intenção deliberada de reduzir os *spreads* bancários³³, denominada de “Batalha dos Spreads” por Singer (2015). Segundo o autor, o governo Dilma teve uma postura de confrontação em diversas frentes. No campo da política monetária, ao lado da redução da taxa básica de juros, o governo implementou medidas ativas para a redução dos *spreads* praticados

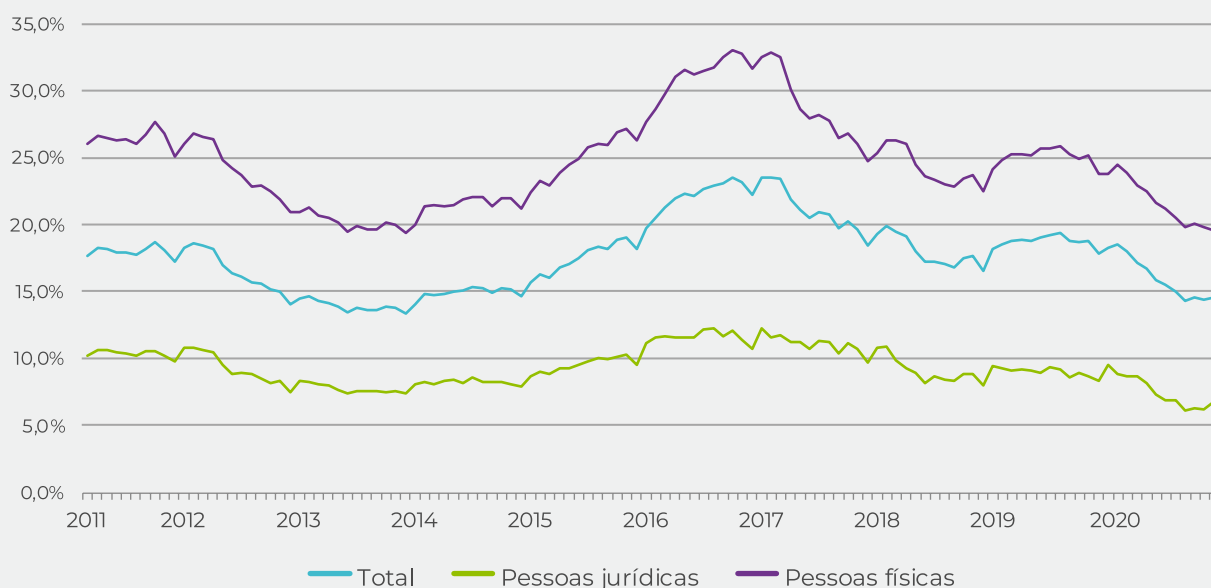
³² BARBOSA FILHO, F. H.; PESSOA, S. Desaceleração recente da economia. In: CENTRO de Debates de Políticas Públicas. Sob a Luz do Sol, Uma agenda para o Brasil: a Política Econômica do governo Dilma: a volta do Experimentalismo. CDPP, p. 15-30, 2014.

³³ O *spread* bancário consiste na diferença da taxa de juros pelo qual o banco se financia (ou paga aos depositantes de recursos) e a taxa que os bancos cobram em seus empréstimos.

pelo setor bancário brasileiro. De fato, os *spreads* praticados na economia brasileira são elevados quando comparados ao padrão internacional. Os bancos públicos serviram como instrumento para a política de redução dos *spreads* bancários, sobretudo via mecanismo de concorrência. Na prática, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal passaram a praticar menores *spreads*, forçando uma reação dos bancos privados para evitar a perda de participação de mercado.

De acordo com Mello & Rossi (2018)³⁴, a “batalha dos *spreads*” significou um enfrentamento do governo Dilma com o setor financeiro. Como resultado, a política logrou êxito na redução do custo de crédito para famílias e empresas, mas houve uma reversão posterior, sobretudo a partir de 2015, quando os *spreads* retornaram e ultrapassaram o patamar vigente antes da política.

Gráfico 7 - Spread bancário (%)



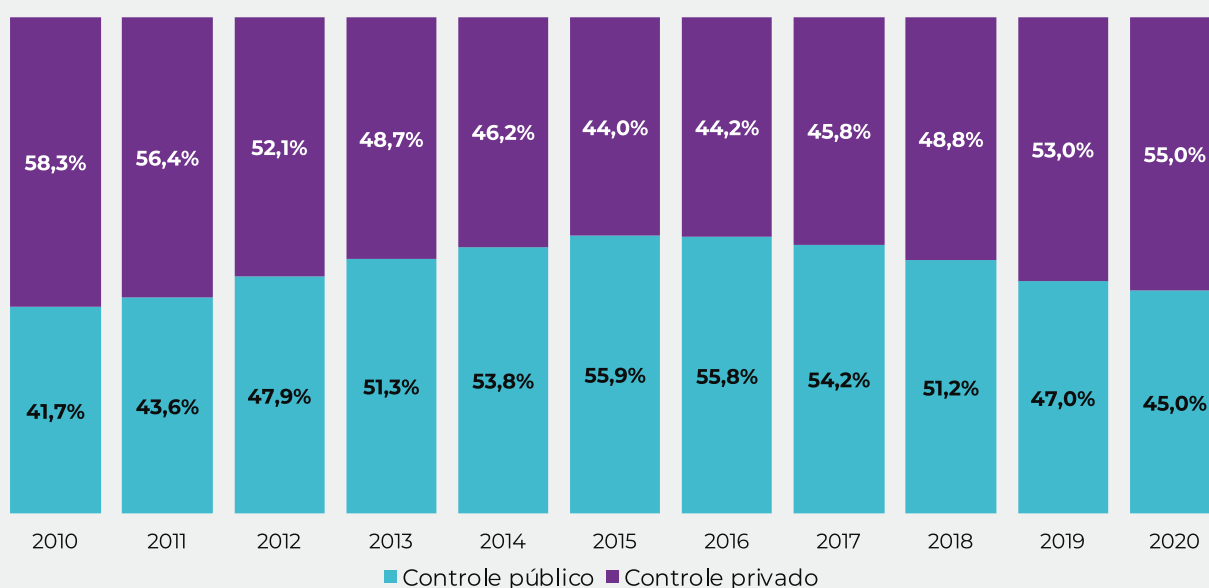
Fonte: Banco Central do Brasil

³⁴ MELLO, G. S. ; ROSSI, P. . Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. In: Carneiro, R.; Baltar, P.; Sarti; F.. (Org.). Para além da política econômica. Ied.São Paulo: Unesp, 2018, p. 245-282.

Uma segunda consequência foi a ampliação da participação dos bancos públicos na carteira total de crédito, intensificando um movimento que vinha ocorrendo desde a crise financeira internacional de 2008. A perda de market-share dos bancos

privados criou conflitos políticos relevantes para o governo Dilma, sendo um claro fator de desagradado do setor financeiro, um dos setores que apoiou o bem-sucedido pedido de impeachment da presidente em 2016.

Gráfico 8 - Market-share, em relação ao saldo de crédito, de instituições públicas e privadas



Fonte: Banco Central do Brasil

DEBATES DE POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL

A presente subseção dedica-se a expor duas discussões específicas, e extremamente relevantes, que entraram em pauta no debate brasileiro contemporâneo sobre política monetária: a independência do Banco Central e o custo fiscal da política monetária.

A independência do banco central

A tese do Banco Central Independente articula-se diretamente com os preceitos teóricos do regime de metas de inflação. A noção de que uma política monetária expansionista é capaz de reduzir o desemprego no curto prazo, mas que no longo prazo resultaria apenas em aumento da inflação, faz emergir a possibilidade de uso político do Banco Central que, por pressão de políticos populistas, adotaria uma taxa de juros menor do que aquela indicada para o cumprimento da meta de inflação.

Como forma de blindar o Banco Central de tais pressões, a recomendação dos economistas ortodoxos é que ele atue de forma independente (ou com elevado grau de autonomia) e seja composto exclusivamente por técnicos avessos à inflação. Segundo seus defensores, a autonomia contribui para o combate à inflação, ao ganho de credibilidade por parte da autoridade monetária e a redução da taxa de juros.

Do ponto de vista crítico, é importante ressaltar que a autonomia do Banco Central reduz a capacidade de coordenação entre as políticas econômicas, além de não haver evidências conclusivas de que a autonomia gera benefícios para a sociedade. Por fim, a autonomia do Banco Central afasta as decisões de política monetária das esferas de controle da democracia, e em consequência, da sociedade. Ao mesmo tempo contribui para a captura do Banco Central por interesses do setor privado, sobretudo, dos bancos.

No caso brasileiro, o tópico da autonomia/independência do Banco Central é recorrente. Recentemente, um novo capítulo desse debate ocorreu em função da aprovação, em 2021, do projeto de lei que garante a autonomia do Banco Central. Na prática o Banco Central do Brasil já dispunha de independência operacional, *de facto*, mas com lei ela torna-se *de jure*. Adicionalmente, estabeleceram-se mandatos fixos e não coincidentes aos mandatos do executivo federal, como forma de não coincidir com os ciclos políticos. Por fim, estabeleceu-se também o instrumento de quarentena de seis meses entre o final do exercício do mandato no Banco Central e vínculo empregatício em instituições privadas do sistema financeiro – instrumento criticado por não ser suficiente para garantir que os diretores tenham relações estreitas com o setor.

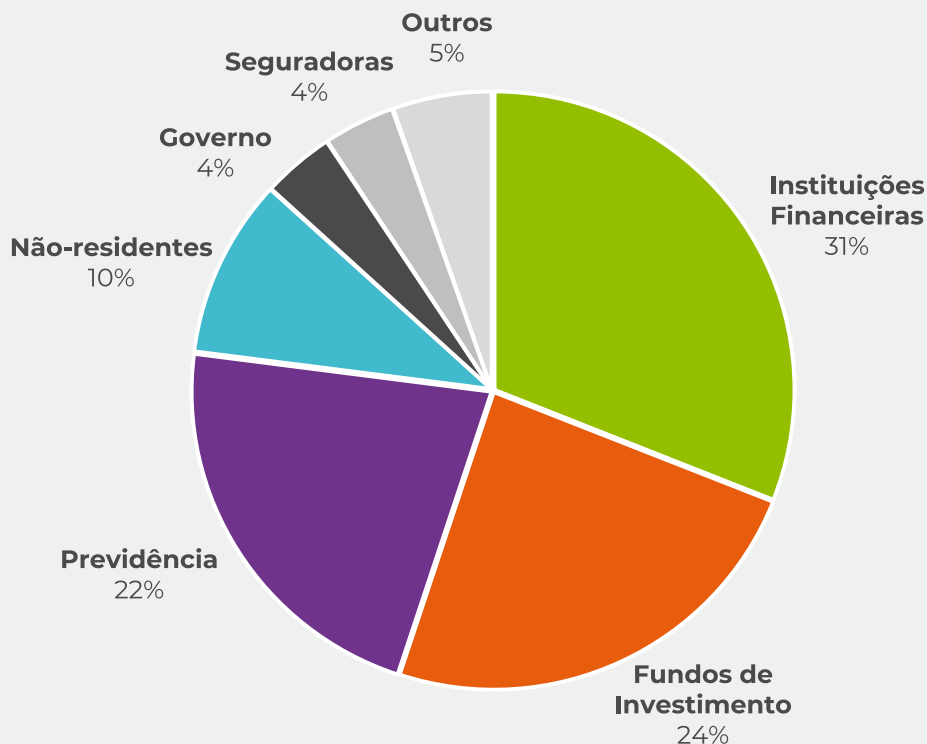
Custo fiscal da política monetária: a dívida pública

As decisões de política monetária, ou, resumidamente, a fixação da taxa básica de juros, produz efeitos em todo o sistema econômico. Como destacado, há impactos na demanda agregada (via consumo das famílias e investimentos), na taxa de câmbio, no crédito e, indiretamente, nos rendimentos e preços de ativos financeiros.

Há também um custo fiscal, pois o aumento da taxa de juros torna mais cara a gestão da dívida pública. A maior parte dos títulos públi-

cos possui rendimento indexado à SELIC. Nesse caso, um aumento da taxa de juros significa um maior rendimento para os detentores desses títulos e um maior custo da dívida por parte do Estado brasileiro. Em outras palavras, um aumento da taxa de juros significa que o governo está se financiando via dívida de forma mais cara e pagando rendimentos maiores para aqueles que detêm os papéis. Isso possui também impactos redistributivos, pois, como pode ser visto no Gráfico 9, a maior parte dos detentores da dívida (55%) são instituições financeiras e fundos de investimento, controlados pela elite econômica brasileira.

Gráfico 9: Detentores da Dívida Pública Mobiliária Interna

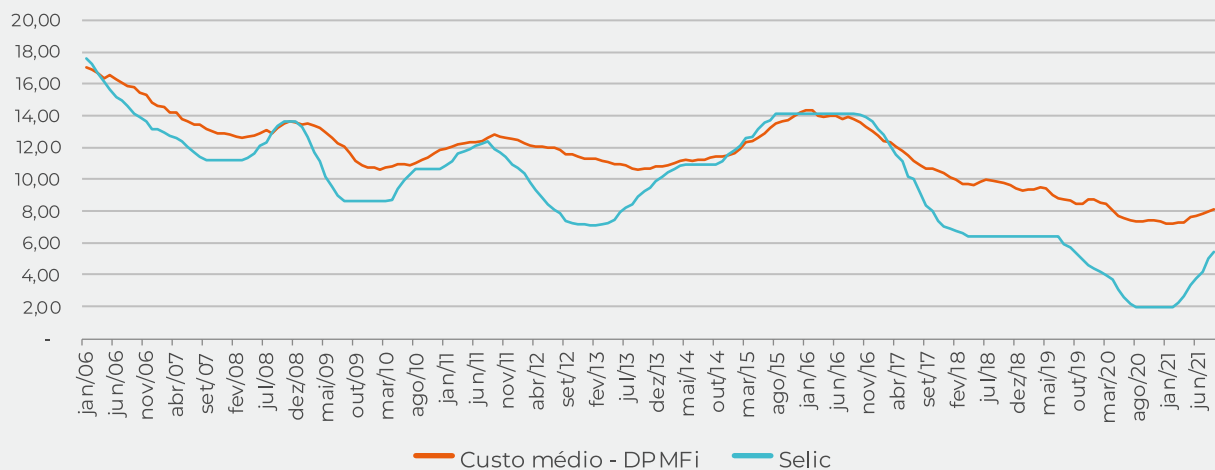


Fonte: Tesouro Nacional. Relatório Mensal da Dívida (RMD), agosto de 2021

O Gráfico 10 evidência a relação inequívoca entre o custo médio da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) e a taxa básica de juros, a SELIC. A elevação da taxa básica de juros, nesse caso, está diretamente associada a um maior custo médio com a dívida pública federal interna, em oposição, momentos

de menores taxas de juros contribuem para a redução do custo da dívida. Essa constatação tem implicações muito relevantes sobre a importância da coordenação entre as políticas econômicas e necessidade de se considerar os múltiplos efeitos de uma política monetária restritiva sobre a economia brasileira.

Gráfico 10 - Custo médio da DPMFi e SELIC (%)



É importante mencionar que a dívida pública é um instrumento legítimo e muito importante para o financiamento de todos os Estados Nacionais, não sendo diferente no caso brasileiro. Como descrito na subseção 3.3, para um país emissor de uma moeda soberana, como é o caso do Brasil, o Estado não encontra problemas de financiamento em sua própria moeda, desde que o Banco Central e o Tesouro Nacional

atuem em cooperação. Ademais, o elevado montante de pagamento de juros não deriva de um estoque elevado de dívida, mas sim de uma elevada taxa de juros. Como alerta o próprio Tesouro Nacional, países como os Estados Unidos e o Japão possuem estoques de dívida muito superiores ao do Brasil, mas o custo total de dívida bem menor, justamente porque esses países possuem menores taxas de juros.

O problema, neste sentido, não está na formação da dívida em si, e sim em seus efeitos distributivos, dada a alta dos juros. Ademais, dado a influência da taxa de juros no custo da dívida pública, a política monetária acaba criando estrangulamentos orçamentários para a gestão da política fiscal na medida em que o custo da dívida é utilizado como justificativa para a necessidade da criação de superávits primários ou outras regras fiscais restritivas.

Em suma, o financiamento do Estado via emissão de dívida pública é correto, justificável e está presente em todas as economias organizadas do mundo – sendo um instrumento fundamental de política econômica. Na comparação internacional, o Brasil não possui um elevado estoque de dívida pública, em relação com PIB, o que mais uma vez confirma que o país não enfrenta uma restrição fiscal que o impeça de ampliar seu endividamento. Contudo, como o país possui uma das maiores taxas de juros do cenário internacional torna-se o campeão na categoria de pagamento de juros em relação ao PIB. Portanto, o estrangulamento orçamentário, no caso brasileiro, é derivado da política monetária restritiva, ou seja, da política de elevadas taxas de juros.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente relatório discutiu o estado da arte do debate sobre política econômica no Brasil, com ênfase para a política monetária. Para cumprir tal objetivo, o relatório adotou uma visão ampla, considerando todo o contexto macroeconômico brasileiro em que está inserida a política monetária.

Desde 1999 vigora no país o tripé macroeconômico, com a adoção simultânea do regime de taxa de câmbio flutuante, o regime de superávit primário e o regime de metas de inflação. Em relação há política monetária, há o anúncio público de uma meta para a inflação, que é perseguida pelo Banco Central por meio de alterações na taxa básica de juros. Em dos resultados, o regime de metas é exitoso no combate à inflação, mas o país apresentou elevadas taxas de juros reais em comparação com outros países. Uma taxa de juros elevada possui consequências para o crescimento econômico, o acesso ao crédito barato e aos investimentos.

Há, sem dúvidas, uma tendência ao conservadorismo na política monetária brasileira, com fortes resistências a uma mudança estrutural de patamar. Do ponto de vista histórico, isso é visível nos episódios da “Nova Matriz Macroeconômica” e na “Batalha dos Spreads”, quando se tentou reorientar a política monetária, mas se deparou com fortes resistências.

Do ponto de vista propositivo, as alternativas críticas ao tripé macroeconômico destacam a necessidade de adotar uma nova política monetária (e macroeconômica, no geral) orien-

tada para o crescimento econômico, a geração de emprego e a distribuição de renda. **É preciso adotar uma visão mais ampla: a política monetária não deve ter como único objetivo o combate à inflação, assim como o combate à inflação não deve depender apenas da política monetária.**

O controle do processo inflacionário não deve nunca ser negligenciado, sobretudo quando afeta diretamente a renda da classe trabalhadora e de grupos em vulnerabilidade econômica e social. Uma política inflacionária, porém, não deve contar apenas com a política monetária como instrumento único, deve considerar também políticas macroprudenciais, política de rendas, política cambial, política tributária e política de preços administrados.

Por fim, a política monetária deveria ser orientada a criação de empregos, geração e distribuição de renda e garantia de direitos. Esses resultados envolvem uma reorientação da política monetária, com taxas de juros estruturalmente menores, ou seja, uma política monetária expansionista; assim como uma limitação dos estrangulamentos à política fiscal advindas da política monetária, ainda que controlando os possíveis impactos inflacionários e redistributivos de políticas expansionistas. Contudo, ressalta-se que essa mudança exigiria uma reorientação completa do regime macroeconômico, associado a uma política de desenvolvimento econômico e social.

