

MATHEUS PEDROSO AJZENBERG

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: UM
DEBATE MACROECONÔMICO**

Monografia apresentada ao Curso de Economia, Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharelado em Economia.

Orientador: Leda Maria Paulani
Coordenador: Luis Eduardo Negrao Meloni

SÃO PAULO-SP

2022

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE
E ATUARIAIS**

(FEA-USP)

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA NO
BRASIL: UMA DISCUSSÃO MACROECONÔMICA**

Matheus Pedroso Ajzenberg

Economia, 4º Ano

São Paulo-SP

2022

Dedico à minha família e professores, fundamentais e essenciais para a construção de um pensamento crítico e sensível sobre a realidade material. Sempre me incentivaram a conquistar e construir meus caminhos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Maurício e Tereza, que juntos sempre me apoiaram nas minhas decisões e nos meus interesses, oferecendo e garantindo as melhores condições de educação e pelo acolhimento dado sempre que necessário. O apoio e paciência constante que tiveram, sempre fez e sempre fará a diferença.

Ao meu irmão, Gabriel, por ter lido este trabalho com interesse e ter me auxiliado na construção deste trabalho, sendo um exemplo do ótimo professor que será em sua carreira.

Aos economistas da minha família, Aparecido Pedroso, Tufic Azur e Mauro Aisemberg, que sempre mostraram um olhar plural e diverso sobre as questões econômicas e a responsabilidade da profissão nas nossas diversas conversas ao longo da minha graduação.

Agradeço à minha orientadora, Professora Leda Paulani, que desde suas aulas de contabilidade social despertou meu interesse pela área da macroeconomia, evidenciando o grande papel social que o economista pode e deve exercer para contribuir com a sociedade. Mais importante, pela dedicação e paciência nas correções e direcionamentos dados que tornaram possível a construção deste trabalho.

SUMÁRIO

Resumo.....	6
Abstract.....	7
1. Introdução.....	8
2. Embasamento teórico do regime de metas de inflação.....	15
2.1 O modelo IS-LM.....	15
2.2 A curva de phillips.....	18
2.3 Curva de Taylor e reação do Banco Central.....	21
3. O regime de metas de inflação no Brasil.....	23
3.1 O papel da moeda.....	25
3.2 O impacto na taxa de câmbio.....	28
3.3 O impacto na política fiscal e na dívida pública.....	30
4. Mudança na abordagem macroeconômica.....	33
4.1 Nova compreensão da moeda.....	33
4.2 Diferente olhar sobre política fiscal e dívida pública.....	35
4.3 A retomada do crescimento econômico.....	38
5. Conclusão.....	38
6. Referências Bibliográficas.....	42

Resumo

Dado o cenário atual da economia global e brasileira com o enfrentamento da pandemia da Covid-19 e recentemente com a crise entre Rússia e Ucrânia, nos deparamos com a retomada de uma inflação global generalizada e menos passageira do que se esperava. Nesse cenário vemos as autoridades monetárias se utilizarem do instrumento mais moderno da política monetária que é a determinação da taxa básica de juros, inserida em um regime de metas de inflação para o controle do nível de preços. No entanto, tal regime traz impactos sobre outras importantes variáveis macroeconômicas como o crescimento econômico, o Produto Interno Bruto e o nível de emprego. Para o caso brasileiro, o impacto do regime de metas de inflação é mais emblemático, dado que o país ainda herda resquícios da recessão econômica de 2015=16 e demonstra incapacidade e inabilidade de retomar um crescimento econômico sustentável de médio e longo prazo. Isto posto, o presente trabalho se propõe a discutir a ineficiência do regime de metas de inflação e da transmissão da política monetária no Brasil que incorre em altos custos sociais e econômicos para a população.

Códigos JEL: E00, E12, E50

Palavras-Chave: Macroeconomia, Regime de metas de inflação, Política monetária, Taxa de juros

Abstract

Given the global and Brazilian economic scenario of a high and more permanent inflation after Covid-19 crisis and recently the war between Russia and Ukraine we are watching monetary and governmental authorities using the most modern instrument of monetary policy to confront inflation, and that is the interest rate placed in an inflation target regime. However, this regime may impact other relevant macroeconomic variables such as economic growth, gross domestic product, and level of employment. For the Brazilian case, the impacts of the inflation target regime are more emblematic as the country still inherits remnant from 2014 economic recession and demonstrates incapacity and inability to recover a sustainable economic growth in the medium and long run. That said, the object of this essay is to discuss the inefficiency of the Brazilian inflation target regime and its monetary policy transmission, incurring in high social and economic costs to the population.

JEL Classification: E00, E12, E50

Keywords: Macroeconomics, Inflation Target, monetary policy, interest rate

1. Introdução

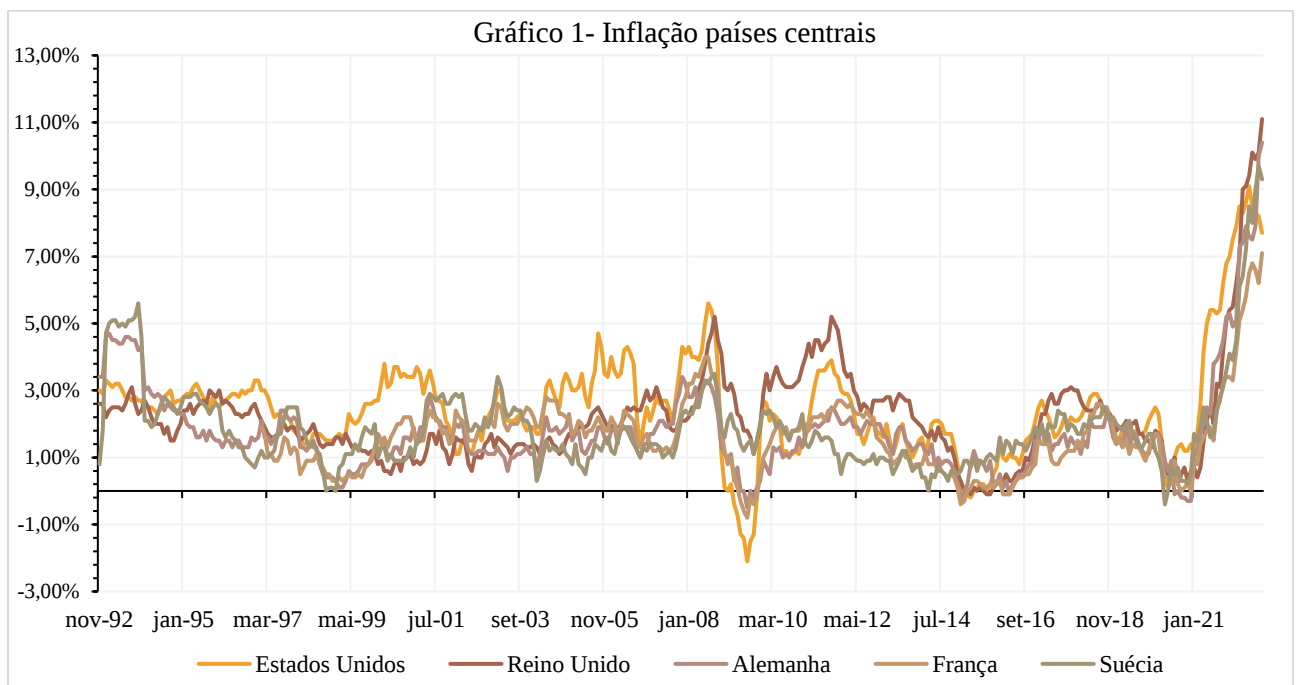
A retração econômica causada por dois anos da Pandemia da Covid-19 gerou discussões entre economistas acerca dos desafios a serem enfrentados e quais as medidas necessárias deveriam ser tomadas pelas lideranças governamentais nacionais e internacionais para normalização e retomada da atividade econômica.

Através da ótica da oferta agregada acompanhamos mundialmente um processo de desglobalização econômica: o choque de oferta desagregou as cadeias globais de suprimento de bens e serviços, impactando importações e exportações e gerando um aumento de custos considerável aos produtores que, conseqüentemente, repassam esses novos custos aos consumidores e realizam demissões de grandes proporções. Pelo lado da demanda agregada, a preocupação com o PIB e o crescimento econômico foi determinante para a escolha de políticas monetárias feitas pelo Bancos Centrais e fiscais por parte dos governos. Assim os governos de vários países fomentaram o consumo das famílias através de transferências diretas e indiretas de renda com dois objetivos, quais sejam, manter um nível mínimo de atividade econômica via consumo e manter um mínimo de dignidade humana para famílias em situação de vulnerabilidade.

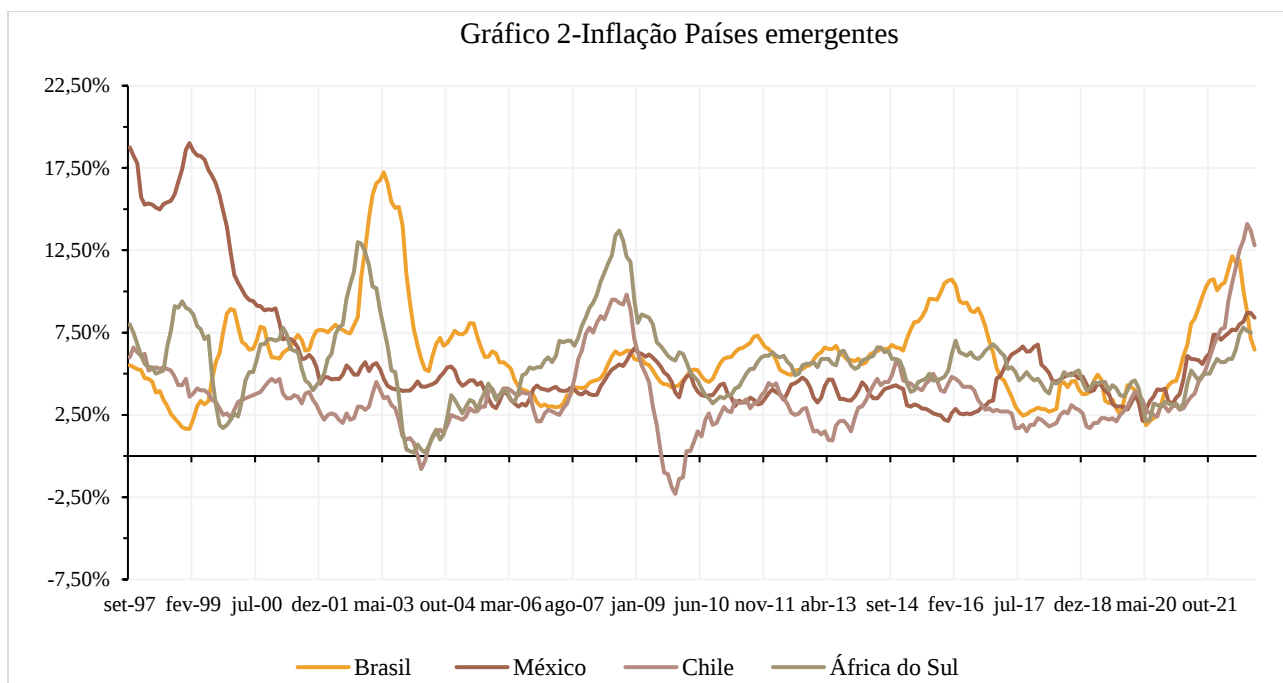
Passado o período mais agressivo da pandemia, com o começo da vacinação em diversos países, os mercados adotaram uma perspectiva otimista acerca das variáveis macroeconômicas e da recuperação das cadeias globais de suprimento, a retomada da atividade econômica, do nível de emprego e renda, e, finalmente, também da retomada da arrecadação por parte dos governos. Esse cenário de otimismo, no entanto, durou pouco. Logo no começo de 2022, em 24 de fevereiro, a adversidade de uma guerra iniciada no Leste Europeu entre Rússia e Ucrânia representou mais um choque negativo na oferta, e mais uma vez os preços internacionais se viram impactados, retomando-se assim uma perspectiva negativa para a economia global. As cadeias produtivas, que ainda estavam em recuperação e os mercados globais de *commodities*, que estavam retomando suas vendas, foram seriamente abalados. A Rússia sendo o terceiro país exportador de petróleo do mundo e a Ucrânia sendo expoente na exportação de grãos trouxeram aos mercados instabilidade e volatilidade geral sobretudo nas transações relativas às *commodities*.

Dentro deste debate e contexto econômico, de elevação e maior persistência inflacionária surge uma ferramenta das quais o Bancos Centrais de diversos países se utilizam para controlar o nível de preços que é a determinação da taxa de juros

Em decorrência dessas duas novas circunstâncias, 1) a recuperação de uma pandemia global e 2) o conflito no Leste Europeu, o resultado foi a retomada de uma inflação generalizada atingindo patamares históricos nas principais economias do mundo, como exemplificado no gráfico 1. Dadas tais condições, os países foram colocados em uma encruzilhada. De um lado, a necessidade de se recuperar e retomar o crescimento econômico, ainda abalado pela pandemia e, do outro, utilizar os mecanismos de transmissão da política monetária através da determinação da taxa de juro básica com o objetivo de controlar a inflação e colocá-la em sua meta.



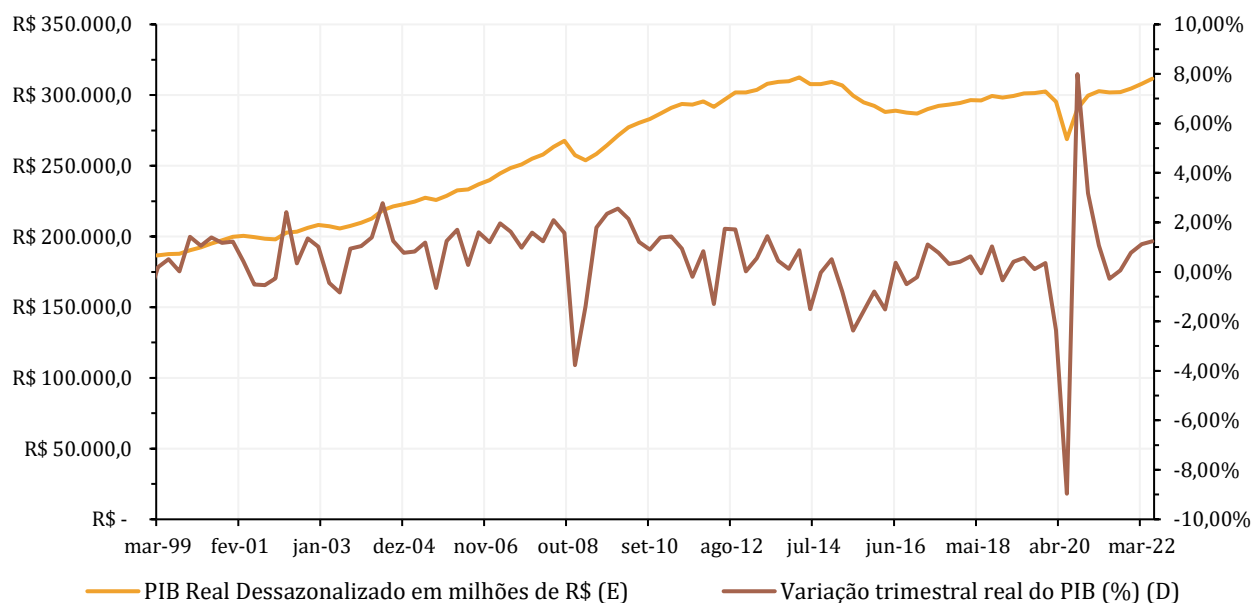
Fonte: Elaborado pelo autor; Fed, Banco Central Europeu, Banco da Inglaterra



Fonte: Elaborado pelo autor; Banco Central do Brasil, Bloomberg

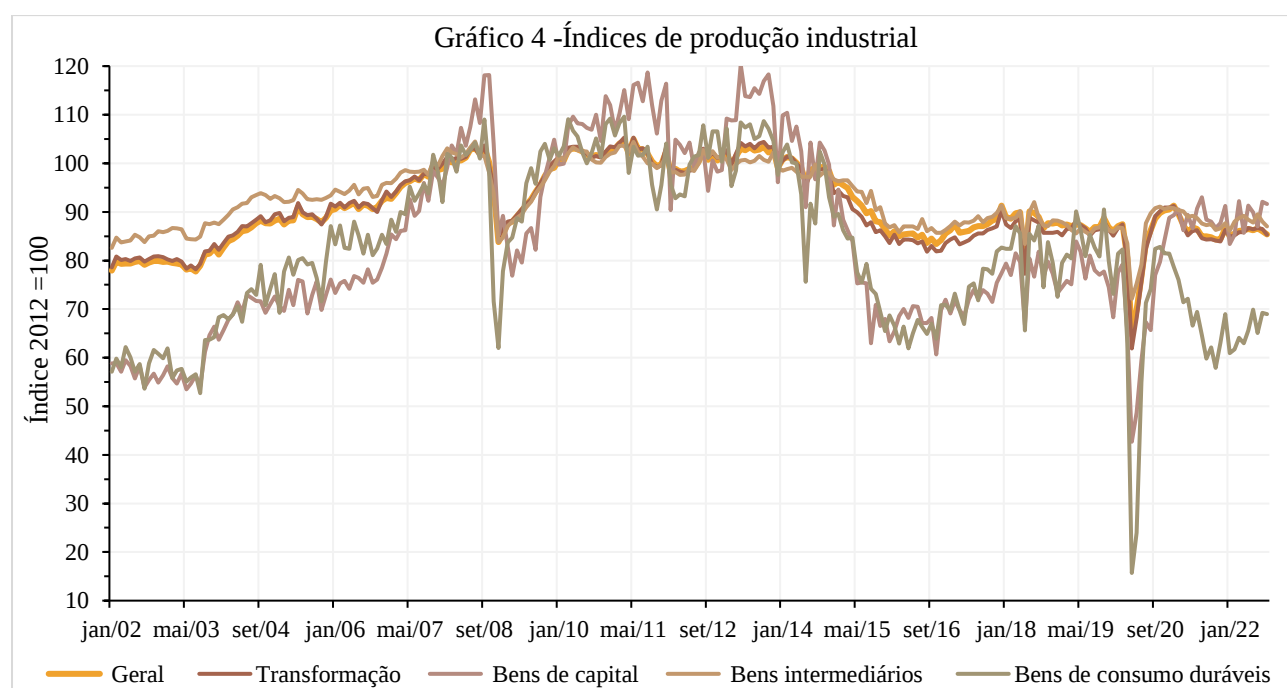
Quando colocamos essa encruzilhada, entre recessão econômica ou inflação, para o caso brasileiro o cenário possui um agravante porque a nação ainda tentava se recuperar econômica e politicamente da crise de 2014. Como mostram os dados macroeconômicos agregados de PIB, crescimento, investimento e renda a recessão econômica ainda tem forte presença inercial, das quais o país ainda não retomou os níveis de oito anos atrás.

Gráfico 3- PIB Real Brasileiro: Valores encadeados a preços de 1995 com ajuste sazonal



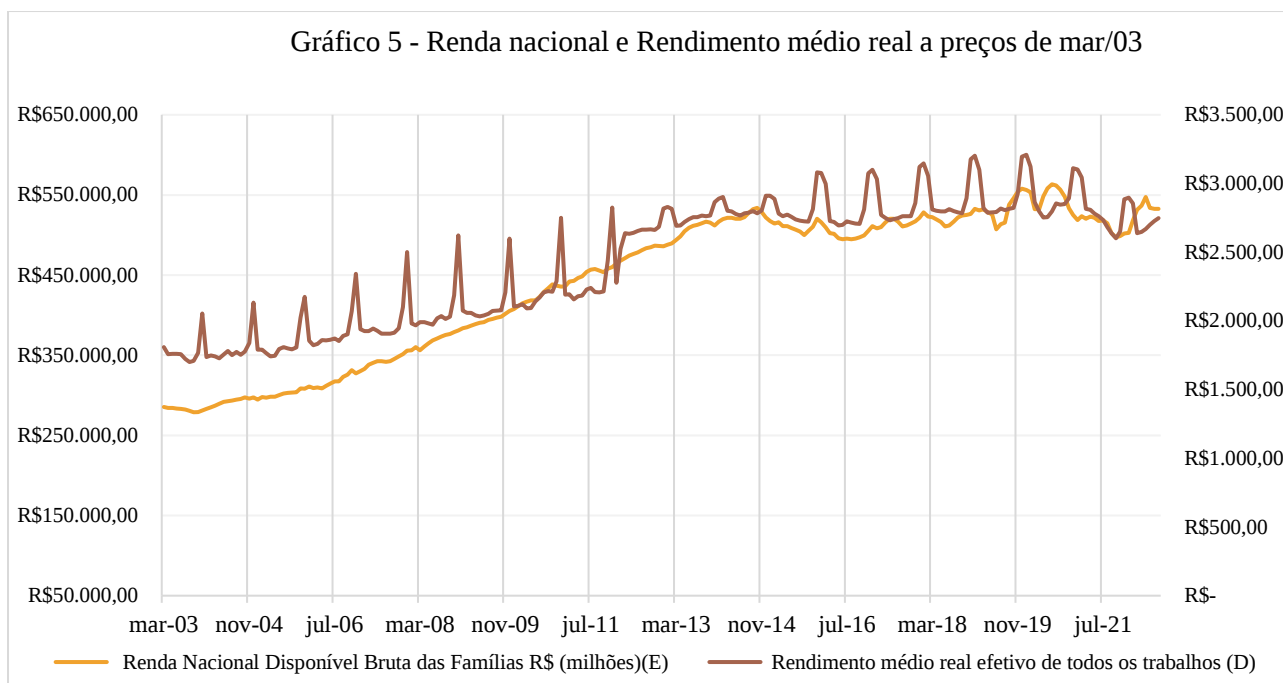
Fonte: Elaborado pelo autor; IBGE

Através do gráfico 3 a inércia da recessão econômica pode ser observada através de duas análises. A primeira sobre a série do PIB deflacionado e a segunda pela variação trimestral real do PIB. Em valores absolutos, notamos que o Brasil está atingindo o nível de produto equivalente aos anos prévios à crise econômica, ou seja, há 6 anos atrás, em 2014. Em outras palavras, o crescimento se mostrou praticamente nulo e estagnado ao longo desse período. Pela análise da variação do PIB, nota-se a inconsistência do crescimento, aquilo que, para a econometria seria chamado de "*ruído branco*", pois apresenta um comportamento aleatório, sem tendência e que “orbita” ao redor do zero.



Fonte: Elaborado pelo autor; IBGE

A recessão é visível também na perspectiva da produção e da oferta através dos índices de produção industrial presentes no gráfico 4, no qual se vê uma queda que acompanha os momentos da crise e que até os dias atuais ainda não atingiu os níveis anteriores à crise.



Fonte: Elaborado pelo autor; IBGE e IPEA

O gráfico 5 apresenta a recessão da perspectiva da renda, sendo o eixo esquerdo, a série de renda real efetiva disponível das famílias e, do lado direito, o rendimento médio real efetivo de todos os trabalhos a preços de março de 2003. A estagnação é evidenciada também no mesmo período que estamos tratando o rendimento médio real de todos os trabalhos se apresenta nos mesmos níveis de 2013 e a tendência linear a partir de 2014.

É a partir desse contexto que nos debruçaremos sobre ferramenta de política monetária, a determinação da taxa de juros como âncora da inflação e das expectativas a fim de questionar sua eficiência, visto que implementar tal medida aponta para pouco controle inflacionário e alto custo social sobre a produção, renda e emprego.

Nesta perspectiva de ausência de crescimento econômico, a recessão brasileira de 2016, cuja pauta principal foi a política fiscal e uma crescente preocupação com a trajetória da dívida pública, foi ainda mais agravada pela alta de juros do Banco Central para fazer a inflação convergir à meta ainda em 2017. Mas, segundo Oreiro e Fernando de Paula (2021), a inflação acima de dois dígitos se deveu a um realinhamento dos preços relativos de bens essenciais e de forte peso no IPCA. O reajuste de preços das tarifas de energia, o reajuste dos preços dos combustíveis e a desvalorização cambial no período de 2014-2016 foram choques pontuais que não iriam se repetir no próximo ano, ou seja, seriam dissipados nos próximos períodos sem a necessidade de um endurecimento da política monetária. No entanto, atuando de maneira pró cíclica, o Copom aumentou a taxa Selic para o patamar de 14,45% ao ano. Ainda na visão dos

autores, a manutenção dos juros em patamar fortemente recessivo mesmo após a redução da inflação no final do ano de 2016 retomou um processo de valorização cambial impactando as exportações. Além disso, a elevação da taxa real de juros prolongou o período de recuperação marcado pela inadimplência, retração do investimento e do crédito bancário.

Os dados aqui levantados escancaram a estagnação e perda de dinamização da economia brasileira e por isso, quando o país é confrontado com o dilema entre a recessão econômica ou o controle da inflação, o dilema torna-se, neste contexto brasileiro, ainda mais problemático e delicado. Com a lenta retomada do crescimento econômico, que em termos reais ainda não atingiu o mesmo nível de 2014, é grande o desafio de pensar a retomada do crescimento econômico sustentado no longo prazo e a reativação da demanda agregada através de um equilíbrio dos preços macroeconômicos quando a única política disponível se demonstra extremamente restrita e limitada.

A inflação e seu controle através da determinação da taxa de juros pela autoridade monetária, não pode ser tratada como independente e descorrelacionada das demais políticas e variáveis macroeconômicas (cambial e fiscal). É por conta das especificidades nacionais, das diferentes estruturas econômicas, institucionais e sociais como por exemplo o grau de industrialização, a estrutura do mercado de trabalho, o grau de informalidade, a estrutura agrária, o papel desempenhado no mercado internacional entre outros que a política monetária deve ser avaliada. No caso das especificidades do contexto brasileiro temos a ausência de crescimento sustentado em contradição a toda propaganda feita em torno do regime de metas de inflação, que prometia o controle da inflação junto com crescimento econômico. É esta contradição entre discurso e prática da política monetária que o texto vai se desenvolver.

A primeira parte da leitura busca compreender o arcabouço teórico que fundamenta a utilização prática do regime de metas de inflação. Falou-se nesta introdução sobre o *trade-off* entre recessão/retração da atividade econômica e do emprego em oposição ao aumento da taxa básica de juros que se aplica aos países em momentos de alta inflação. Assim o segundo capítulo, que se segue a esta introdução, é responsável por fazer uma breve revisão teórica do arcabouço macroeconômico que fundamenta esse *trade-off* e que culminou na criação e legitimação do regime de metas de inflação como política de controle de preços. A compreensão da relação entre juros e nível de atividade econômica começa com o entendimento do modelo IS-LM (*Investment-Saving/Liquidity Money Preference Supply*), presente nas obras de Keynes, mas elaborado matematicamente por Hicks, que coloca a taxa de juros como variável relevante para o nível de liquidez de uma economia, impactando assim o nível de consumo, o investimento e a poupança. O capítulo tem continuidade com a

apresentação da Curva de Phillips, uma descoberta empírica fundamental para o exercício e prática das políticas econômicas ao trazer uma relação inversa entre o nível de atividade econômica ou nível de emprego e a taxa de inflação da economia. Por fim, o segundo capítulo termina com a descrição do comportamento e reação do Banco Central, através da regra de Taylor, que indica que o banco central vai elevar a taxa de juros nominal de acordo com um grau de desvio da inflação efetiva de sua meta ponderando o hiato do produto da economia (diferença entre produto potencial e produto efetivo).

Compreendido o arcabouço teórico que fundamenta o regime de metas de inflação e a determinação da taxa de juros, o terceiro capítulo busca fazer uma análise dos efeitos e impactos desse regime de política monetária sobre as demais variáveis macroeconômicas no Brasil e assim evidenciando os problemas gerados por tais políticas. A primeira parte do capítulo, em um campo mais teórico da economia, explora a importância da moeda na economia capitalista moderna, e que seus diversos entendimentos podem ter diferentes conclusões e diferentes políticas a serem adotadas. Aqui a moeda será entendida como reserva de valor negando sua neutralidade, e considerando, portanto, que ela tem a capacidade de impactar a economia real e produtiva. A segunda parte do capítulo explora o impacto do aumento ou redução da taxa de juros sobre taxa de câmbio flutuante através da UIP (*uncovered interest parity*), apontando que um aumento (redução) na taxa de juros é acompanhado de uma sobrevalorização (desvalorização) do Real, impactando os preços relativos e trazendo consequências para a balança comercial. A última etapa do capítulo avalia o impacto entre a determinação da taxa de juros sobre a trajetória da dívida pública e seu impacto na política fiscal através dos títulos públicos indexados à taxa básica de juros SELIC, como também pela dificuldade de geração de superávits, dado o baixo nível de arrecadação por conta do baixo nível de atividade econômica.

O quinto capítulo busca trazer uma nova perspectiva sobre a macroeconomia adotando a abordagem da *Modern Monetary Theory* (MMT). A primeira parte do capítulo, de forma análoga ao segundo, começa trazendo um novo entendimento da moeda, considerando o caráter puramente fiduciário que tem atualmente. Isto significa que a moeda nada mais é do que um crédito contra o governo. A moeda se origina do estado para a cobrança de tributos sendo uma convenção social. Através da adoção dessa diferente perspectiva sobre a moeda, a segunda parte do capítulo explora um novo entendimento sobre os gastos públicos e suas restrições e a dívida pública, sendo a principal descoberta a de que a dívida emitida em moeda nacional não possui risco, a sua maturidade, sua taxa de crescimento, sua proporção em relação ao PIB não são relevantes pois 1) a taxa de juros está sobre controle do banco central, se a taxa de juros for

menor que a taxa de crescimento do PIB a dívida nunca adota uma tendência ascendente e 2) o país deve ter também a capacidade de gerar superávits, evitando que a trajetória da dívida PIB seja ascendente. Colocadas essas exigências, a única dívida relevante é a emitida em moeda estrangeira, em relação à qual a autoridade monetária e a soberania do país não possuem controle. A conclusão do capítulo tem o objetivo de mostrar que esse novo entendimento sobre o controle da taxa de juros e da relação dívida/PIB possibilitam que o estado possa assumir uma série de investimentos com o intuito de reativar a economia produtiva e a demanda agregada.

Por fim, o último capítulo é a conclusão, que recupera os principais pontos de cada capítulo com o intuito de mostrar que a ausência de crescimento da economia brasileira, a estagnação da atividade econômica e do nível de desemprego desde a crise política e econômica de 2014 tem origem no profundo enraizamento dos artifícios e instrumentos de uma enraizada ortodoxia econômica.

2. Embasamento teórico para o regime de metas de inflação

A princípio, o Regime de Metas de inflação adotado por um país parece simples de entender. A autoridade monetária deve perseguir uma taxa de inflação que foi estabelecida como meta para determinado período daquela economia. O banco central, por sua vez, é responsável em atingir esse objetivo através de sua ferramenta que é o controle da política monetária, mais especificamente o controle da taxa de juros básica da economia. O que parece trivial hoje para qualquer agente de mercado de que o banco central determina a taxa de juros e o regime de metas de inflação é, na realidade, um produto de um acumulado de pesquisas e produções na área da macroeconomia.

Dessa maneira, para compreender o regime de metas e a própria ferramenta da política monetária é necessário entender quais os aspectos teóricos e institucionais por trás dos mecanismos de transmissão da política monetária do regime de metas.

2.1 O modelo IS-LM

De origem keynesiana, e melhor elaborado matematicamente por John Hicks, o modelo IS-LM (*Investment-Saving/Liquidity Money Preference Supply*) reflete o equilíbrio do mercado monetário e o equilíbrio do mercado de bens e serviços em uma economia através da taxa

básica de juros. Com este simples modelo, foi possível compreender os principais caminhos de transmissão da taxa de juros na economia e seu impacto na economia e na demanda agregada.

Segundo Hicks, no modelo clássico, uma vez que a oferta de moeda aumenta, o consumo e o investimento aumentam por consequência, de forma a mobilizar a demanda positivamente, e elevando o produto e o nível de emprego. Hicks pondera que a variação da oferta de moeda depende do ciclo econômico, o que é sentido por meio dos empréstimos bancários atrelados a níveis de confiança que, em última instância, dependem do próprio nível de produção da economia. Neste modelo, elaborado através das hipóteses clássicas, o investimento é meramente uma constante do produto total.

Ao partir para a abordagem de Keynes a hipótese inicial muda a partir da compreensão de que a moeda como reserva de valor, unidade contábil contratual, que tem como utilidade sua liquidez.

“Na abordagem de Keynes, o rendimento dessas outras formas de capital nada mais é do que a compensação pela sua liquidez relativa à moeda que é tomada como referência. Essa é a teoria da preferência pela liquidez, segundo a qual a taxa de juros mede exatamente o apego que os detentores de riqueza têm, a cada momento, pela segurança oferecida pela posse de um ativo com a liquidez que a moeda tem. A taxa de juros mede, assim, o custo de oportunidade da moeda, o valor de sua liquidez relativa. (Carvalho, 2009, p 57)”

Desta diferente hipótese, a oferta de moeda torna-se determinada pela preferência de liquidez da economia que por sua vez é determinada pela taxa de juros, assim o nível de investimento é afetado pela variável taxa de juros, e não apenas uma constante do produto. Como colocado por Hicks:

“Por um lado, a demanda de moeda é concebida como se dependesse da taxa de juros (preferência por liquidez). Por outro lado, descarta-se qualquer influência da taxa de juros sobre a parte da renda poupada. Esta segunda emenda- embora signifique que a terceira equação passa a ser a equação multiplicadora, responsável pela realização de truques tão bizarros- é uma mera simplificação e fica por fim insignificante. O que é vital é a doutrina da preferência por liquidez. Pois agora é a taxa de juros, e não a renda, que é determinada pela quantidade de moeda. A taxa de juros contraposta ao esquema de eficiência marginal do capital, determina o valor do investimento, e isso determina a renda pelo efeito multiplicador. O número de empregos e preços (a determinados níveis salariais) é determinado pelo valor dos investimentos e da renda que é gasta em bens de consumo, e não poupada” (HICKS, 1937, p 59)

Isso nos fornece a importante relação inversa entre a renda de uma economia e a taxa de juros que garante todo o aparato de transmissão da política monetária. No modelo que foi desenvolvido na primeira metade do século XX, a taxa de juros é determinada pelo equilíbrio

entre a demanda por moeda e seu agregado total disponível que se distribui nas diversas modalidades.

A história econômica e a história dos bancos centrais, no entanto, trouxeram novos elementos. A partir da segunda metade do século, com o término do padrão ouro, ampliou-se o crédito governamental e privado, houve a introdução de novos meios de pagamento na economia e a incorporação de tecnologia da informação nos sistemas bancários, o que fez com que a velocidade de circulação da moeda sofresse uma enorme aceleração.

Como parte do movimento de globalização e integração econômica mundial, os países apresentaram maiores dificuldades em controlar e monitorar seus agregados monetários utilizando os modelos e aparatos utilizados anteriormente. Nesse contexto surge a possibilidade de se utilizar a taxa de juros como âncora aos movimentos macroeconômicos. Deste simples feito, a taxa de juros que no modelo IS-LM era determinada, passa na realidade a ser determinante para a dinâmica de preços macroeconômicos, incluindo nível de emprego e de atividade.

“A moeda-mercadoria, ou com lastro em alguma mercadoria como o ouro, está na base de toda a estrutura conceitual que embasa a teoria monetária estabelecida. A sua versão mais conhecida, a Teoria Quantitativa da Moeda, foi abandonada ao final da última década do século XX, quando ficou claro que os bancos centrais não controlavam a quantidade de moeda, mas sim a taxa de juros básica sobre as reservas bancárias. A macroeconomia nekeynesiana das últimas duas décadas não trata explicitamente da moeda, a política monetária é uma política de taxa de juros. Através da taxa básica de juro, os bancos centrais controlam a demanda agregada da economia, procurando exercer uma pressão, inflacionária ou deflacionária, que mantenham a inflação dentro das metas anunciadas.” (Lara Resende, 2022, p 23)

Isto posto, a política monetária moderna consegue determinar a taxa de juros e através do modelo citado avaliar a transmissão e o impacto nas demais variáveis macroeconômicas, a taxa de juros se torna endógena ao sistema. A avaliação da política monetária e sua transmissão é avaliada através de duas reações e ajustes feitos pelos agentes econômicos. O primeiro canal de transmissão é o ajuste de portfólio e a segunda é o efeito riqueza.

O primeiro mecanismo de transmissão, o ajuste de portfólio, é a reação dos bancos privados a uma mudança na taxa de juros overnight que resulta em uma substituição dos depósitos e reservas bancárias por títulos públicos. Assim, se a taxa de juros é compreendida como o custo do dinheiro dado pela preferência de liquidez, o aumento na taxa de juros retira liquidez da economia. Esse primeiro mecanismo tem efeito exclusivo no setor financeiro.

A segunda etapa da transmissão via efeito riqueza tem impacto nos demais setores da economia, setores produtivos como varejo e indústria através da disponibilidade da oferta de

crédito. A partir do momento que os títulos públicos pagam taxas de juros mais atrativas, passa a existir uma concorrência entre as diferentes modalidades de investimento na economia. Esse movimento é colocado da seguinte maneira por Carvalho.

“ao alterar as reservas bancárias (e, assim, a proporção de ativos rentáveis detidos pelos bancos), a autoridade monetária induz o banco a substituir reservas por empréstimos (no caso da política expansiva) ou a recompor suas reservas (no caso da política contracionista) (...). A economia de Keynes prevê a possibilidade de racionamento de crédito como resultado da preferência pela liquidez do setor bancário: os bancos devem planejar suas operações ativas combinando rentabilidade e liquidez com segurança, isto é, risco e retorno. Se a disponibilidade de reservas diminui (e, portanto, a liquidez se torna relativamente mais valiosa e escassa), a oferta de crédito tende a diminuir, mesmo que não haja mudanças nas taxas de juros ativas ou que o perfil de risco dos tomadores tenha mudado.” (Carvalho, 2009, p 62)

Através do modelo IS-LM é possível compreender os efeitos da taxa de juros sobre a demanda dos agentes econômicos de liquidez, moeda e de crédito. É, portanto, o primeiro ponto relevante para entender a política monetária moderna, porém não é suficiente dado que o modelo apenas explica a relação entre a taxa de juros e o nível de produto agregado, via consumo e investimento, e do nível de emprego.

Falta, portanto, compreender qual o efeito da taxa de juros sobre a inflação. Efeito esse que passou a ser incorporado na política monetária após o desenvolvimento do estudo e da pesquisa prática entre essas variáveis através da Curva de Phillips, discussão que será abordada a seguir.

2.2 Curva de Phillips

Se a política monetária moderna é transmitida através da determinação da taxa de juros para o controle da inflação, é necessário compreender melhor esse mecanismo de transmissão e, mais relevante, sua existência na prática. A conhecida Curva de Phillips recebe seu nome em homenagem a Alban Willian Housego Phillips, responsável pelo desenvolvimento da tese em 1958. A princípio, o estudo revelava uma relação inversamente proporcional entre as taxas de desemprego e de crescimento dos salários reais na economia. No entanto, a partir da década de 1980, a Curva de Phillips passou a ser genericamente compreendida como uma relação negativa entre taxa de desemprego e inflação, uma vez que a dinâmica de determinação de salários na economia é um fator essencial para a determinação dos preços. A compreensão da relação

inversa entre inflação e desemprego se apresenta quando entendemos a dinâmica entre ambas as variáveis.

Da perspectiva da taxa de desemprego, maiores taxas de desemprego implicam em uma redução da massa salarial disponível impactando negativamente o consumo, variável que compõe a demanda agregada. O resultado dessa redução é um excesso de oferta de bens na economia, que pelo movimento de mercado que ajusta primeiro preços e depois quantidades, esse excesso de oferta é contrabalanceado por uma redução nos preços impactando a taxa de inflação. O movimento contrário também ocorre: uma redução na taxa de desemprego aumenta a renda disponível para consumo, expandindo a demanda agregada, gerando um excesso de demanda que por sua vez pressiona a oferta, elevando os preços. Esse mecanismo de transmissão que foi simplificado e abreviado nos fornece a relação inversa entre as variáveis em discussão, mas essa relação deve sempre levar em conta o contexto em que cada economia se encontra a cada momento.

As pressões inflacionárias e deflacionárias, cuja origem vem da direção adotada pela demanda agregada só serão efetivas a depender do estágio/ momento do ciclo econômico daquela economia, estágios esses que são determinados pela taxa de desemprego natural ou, a depender da curva de Phillips que se utilize, o hiato do produto (diferença entre a capacidade produtiva efetiva e capacidade produtiva potencial, dando uma referência da ociosidade da economia). A partir desse ponto incorporamos maior grau de complexidade para a transmissão do efeito da demanda agregada sobre a inflação, que passa a considerar o hiato do produto como variável fundamental ao processo, dado que ele é capaz de influenciar o ritmo do avanço do processo inflacionário.

De maneira simplificada, o hiato do produto é definido como a diferença entre produto efetivo – mais concreto, visível e sensível da atividade econômica através da divulgação de dados mensais e trimestrais – e o produto potencial – mais complexo, porque sua determinação, é menos concreta e objetiva. Esta última, envolve pensar na capacidade máxima de produção da economia, sendo mobilizados todos os fatores produtivos como a capacidade instalada, sua força de trabalho disponível e matérias primas disponíveis, por exemplo, sendo utilizado modelos estatísticos para sua determinação (a exemplo o método chamado de filtro Hodrick-Prescott).

O hiato entre esses dois produtos influencia a dinâmica de preços da economia em maior ou menor grau de acordo com o valor que lhe é estimado. Para valores negativos desta diferença teme-se que a economia esteja funcionando a níveis inferiores de seu potencial, ou em outras palavras, existem fatores produtivos que não estão sendo utilizados, implicando assim que o

lado da oferta não está esgotado (existem postos de trabalho não ocupados e existem máquinas que não estão produzindo). A produção de bens e serviços não está no seu máximo e no limite da função de produção da economia. Assim, maior ociosidade implica também uma maior taxa de desemprego, dado que existe força de trabalho disponível que não está sendo utilizada. Para valores positivos do hiato do produto, temos que o produto efetivo é maior que o produto potencial, isto é, a economia está superaquecida e a oferta é insuficiente para suprir a demanda. Caso o valor do hiato do produto assuma o valor nulo, igual a zero, isso significa que a economia está operando no seu limite produtivo. Com o entendimento do que é o hiato do produto partimos para a explicação de como o hiato do produto afeta a dinâmica da inflação.

No primeiro caso, em que existe ociosidade na economia, um choque positivo na demanda não necessariamente resulta em pressão inflacionária, pois existe a possibilidade de ajuste da oferta e redução da taxa de desemprego, mesmo que com algum grau de defasagem, pois ainda há espaço para se produzir mais. No segundo caso e terceiro caso, em que o hiato do produto é nulo ou positivo, um aumento na demanda promove pressão inflacionária por conta da exaustão produtiva da economia, como colocado anteriormente todos os fatores produtivos estão sendo utilizados. Assim o hiato do produto é um parâmetro importante para compreender o *trade-off* proposto pela curva de Phillips, pois nos fornece uma métrica para entender como a economia está funcionando e se comportando.

São dois os principais questionamentos feitos à curva de Phillips. O primeiro ponto em relação ao qual a teoria é questionada diz respeito a sua aplicabilidade, pois não se trataria de algo verdadeiro para todas as economias dadas suas diversidades materiais, econômicas e jurídicas. O segundo é que ela não tem o mesmo comportamento ao longo do tempo, ou seja, sua sensibilidade não é uma constante, questionamento esse colocado por André Lara Resende.

“Aposentada a Teoria Quantitativa da Moeda, desapareceu o arcabouço conceitual da atuação do Banco Central para o controle da inflação. Foi substituída por uma regra heurística para fixação da taxa de juros. A Regra de Taylor, que determina que a taxa básica deve ser elevada ou reduzida mais do que proporcionalmente ao desvio da inflação em relação à meta, visa garantir a convergência para a meta de inflação. A suposição implícita é que a alta dos juros reduza a demanda e que a contração da demanda, através do aumento do desemprego e da capacidade ociosa, modere a inflação. O argumento está baseado na Curva de Phillips, uma relação inversa entre inflação e desemprego, observada nos anos 1950 pelo economista que lhe dá o nome e que passou a ocupar lugar de destaque na macroeconomia convencional. Desde os anos 1990, no entanto, a relação inversa entre inflação e desemprego praticamente desapareceu, mas permaneceu intocada no repertório da macroeconomia convencional.” (Lara Resende, 2022, p 59)

Passemos então ao estudo da Regra de Taylor.

2.3 Curva de Taylor e reação do Banco Central

O argumento de Lara Resende na passagem anteriormente citada coloca a Regra de Taylor como elemento central na condução da política monetária, bem como sua inequívoca associação à curva de Phillips. Da compreensão do regime de metas de inflação como um arcabouço do desenvolvimento prático e teórico da macroeconomia, discutimos anteriormente o mecanismo de transmissão da política monetária através do modelo IS-LM e posteriormente a evidência empírica ao caso americano nos anos 1950 que recebe o nome de Curva de Phillips, constructo teórico que deu enorme força e peso para a adoção da taxa de juros como instrumento e ferramenta da política monetária. Está faltando nesse arcabouço, no entanto, a parte central, se não a mais relevante do regime de metas de inflação, que é o próprio comportamento do Banco Central na determinação da taxa de juros; afinal, o Banco Central, enquanto instituição que detém grande influência sobre a economia não poderia ser arbitrário na determinação da taxa que é a taxa básica da economia e, portanto, deveria seguir uma regra para seu comportamento. A regra que recebe o nome do economista que a desenvolveu, John Taylor, foi apresentada em 1993 no artigo “Discretion versus policy rules in practice”.

O autor argumenta que, a política monetária deve ser derivada não apenas de um único cenário e de uma única regra, que na época era a regra da taxa de crescimento constante da oferta de moeda. O autor coloca que as regras de *feedback*, entendidas como aquelas que evidenciam uma reação da oferta monetária sobre as demais variáveis macroeconômicas como inflação, desemprego e capacidade ociosa, também devem ser incorporadas à política monetária. Esta última não dependeria assim exclusivamente dos juros, mas funcionaria como um sistema ordenado e racional segundo suas variáveis componentes.

Do entendimento da regra como um sistema de política monetária, o autor observa uma série de modelos econômicos de política monetária voltados para a taxa de juros desenvolvidos pelo FMI, Fed e Departamento de Finanças do Canadá, entre outros. De suas observações percebe-se que a taxa de juros sofre um ajuste quando a oferta monetária sofre um desvio de alguma meta, ou quando ocorrem desvios da taxa de câmbio em relação a alguma meta ou equilíbrio e, por fim quando se verificam desvios ponderados da inflação em relação ao produto real da economia. Desenvolvido seu próprio modelo, o autor indica que a taxa de juros nominal se ajusta de acordo com um desvio da taxa de juros real de equilíbrio, o desvio da inflação de

sua meta e desvio do produto real da economia que posteriormente seria substituído pelo hiato do produto. Assim obtém a seguinte equação:

$$(1) \Delta i = \beta\pi (\pi - \pi^*) + \beta y (y - y^*)$$

Δi = é diferença entre a taxa de juros nominal e a taxa de juros real de equilíbrio ($i_n - i^*$)

$\beta\pi$ = coeficiente de reação da autoridade monetária relativamente ao desvio da inflação

π = inflação observada

π^* = meta de inflação

βy = coeficiente de reação autoridade monetária em relação ao hiato do produto.

y = produto efetivo

y^* = produto potencial de pleno emprego

Os coeficientes β possibilitam a existência de um espectro possível em relação ao comportamento do banco central, que por desenvolvimento teórico segue os mesmos princípios da microeconomia clássica de uma agente racional que busca sempre a otimização.¹ A otimização significa, neste caso, sempre, atingir a meta de inflação utilizando uma taxa de juros que minimize a perda de produto. Desta maneira, a regra de Taylor é analogamente uma curva de preferências em que se escolhe entre nível de atividade e inflação. Na linguagem de mercado, um banco central que está disposto a tolerar um pouco mais de inflação e realizar um “soft landing” tem uma postura “dovish”, ou seja, na sua regra de Taylor particular atribui uma importância maior ao βy do que ao $\beta\pi$, e a tendência é realizar aumentos mais leves e graduais na taxa de juros para controlar a inflação. No espectro oposto, um banco central avesso à inflação, que está disposto a renunciar a

um nível de produto mais elevado adota uma política “cold turkey” também chamada pelo mercado de “hawkish”, ou seja, vai dar mais importância a $\beta\pi$ do que a βy .

Assim a regra de Taylor enquanto uma função de minimização de reação do Banco Central para ajustar a taxa de juros nominal fornece à autoridade monetária um regime, um método discricionário que relaciona todas as demais variáveis macroeconômicas elencadas e desenvolvidas anteriormente. Com a união destes arcabouços teóricos desenvolvidos pela macroeconomia, o regime de metas de inflação se consolidou fortemente, pois agora a

¹ Esses parâmetros foram estimados por Taylor em 0,5, em seu artigo original.

autoridade monetária consegue, supostamente, fazer uma avaliação completa de sua política. A partir da adoção da regra de Taylor, a autoridade monetária conseguiria: 1) avaliar os canais de transmissão de sua política através do modelo IS-LM, que coloca a taxa de juros como variável fundamental para o funcionamento do mercado monetário e da demanda agregada (em nível de consumo e de investimento); dispor de um arcabouço prático que é a observação de um *trade-off* entre taxa de desemprego/nível de atividade e inflação, ou em sua forma original uma relação inversa entre crescimento real dos salários e a taxa de desemprego da economia pela curva de Phillips; e, por fim, 3) Uma regra que relaciona esse arcabouço para evitar arbitragem por parte da autoridade monetária na definição da direção e dos rumos da política monetária do país.

Com esse arcabouço teórico e a determinação da taxa de juros, a autoridade monetária assumiu uma posição ainda mais relevante e de maior influência nas economias modernas. Dado que o terceiro ponto, da regra de Taylor, elenca a discricionariedade e ausência de arbitragem da política monetária, os economistas passaram a pensar para além do exercício prático da política que é a determinação da taxa de juros, mas também em outros mecanismos externos que garantam a não arbitragem da autoridade monetária. Isso levou ao desenvolvimento teórico das questões de credibilidade e confiança dos bancos centrais, resultando, quase que naturalmente, na defesa da independência dos bancos centrais em relação ao sistema político. Oreiro, de Paula e Sobreira (2009) citando Le Heron e Carré (2006) colocam que os bancos centrais não seguem exclusivamente as regras, assumindo que os agentes de mercado as conheçam. As autoridades monetárias, na verdade, ganham a confiança dos entes econômicos na medida que agem de forma razoável, seja seguindo uma regra, seja alterando-a com justificativas plausíveis, considerando choques exógenos e mudanças estruturais.

3. O regime de metas de inflação no Brasil

Em 1999 o Brasil se alinhou ao “consenso de Washington” estipulando para a economia do país o tripé macroeconômico, que volta o esforço de toda política econômica para o combate à inflação. Isso acaba por isolar questões fundamentalmente importantes ao falar de um país em desenvolvimento e emergente que são os seguintes: crescimento econômico, nível de investimento, renda e desemprego. Esse tripé tem como fundamento 1) a política fiscal deve ser uma política de geração de superávits primários com objetivo de reduzir e estabilizar a

relação dívida/PIB 2) a política monetária se volta para o regime de metas de inflação com o banco central controlando a taxa Selic e 3) deixando flutuar a taxa de câmbio (câmbio flutuante). Estipuladas essas condições e com a missão do cumprimento da meta de inflação, a taxa de juros recebe um papel fundamental e todos os holofotes, quando se pensa a política econômica do país. Especificamente no caso brasileiro, a questão da taxa de juros e sua determinação é ainda mais emblemática dado que o juro real no Brasil sempre foi um tópico relevante na discussão macroeconômica nacional por seus patamares elevados e sua nocividade à economia brasileira, impactando níveis de investimento público em relação ao PIB, formação bruta de capital fixo e consequentemente a retomada do crescimento econômico de médio e longo prazo.

O Brasil passou por grandes mudanças desde a implementação do Plano Real em 1994, sendo a mais notável delas a estabilização monetária, com o controle do persistente processo inflacionário presente nos anos anteriores. Como já colocado anteriormente, com a adoção do tripé macroeconômico o país adotou o regime de câmbio flutuante e passou a determinar a taxa básica de juros. Posteriormente os instrumentos e ferramentas de política monetária foram submetidos ao regime de metas de inflação, modelo importado das economias desenvolvidas.

Neste sentido, é a partir da introdução do Plano Real, em 1994, que o Bacen vem gozando de uma forte independência de instrumentos, visto que ele tem a liberdade da escolha dos instrumentos de política monetária que julgue mais adequados para assegurar a estabilidade monetária. De fato, embora não formalizada institucionalmente, o Bacen possui uma espécie de autonomia tácita, configurando-se uma independência prática, mas não jurídica. Além disso, esta independência prática foi fortalecida, ainda mais, pelo Decreto Nº 3.088, de 21 de junho de 1999, que introduziu o sistema de metas para a inflação na condução da política macroeconômica brasileira, pois é inerente a esse sistema de controle da inflação a independência de instrumentos (...)ao mesmo tempo, foi lhe dada a total liberdade da escolha dos instrumentos necessários ao cumprimento da meta estabelecida. (Corazza, 2006, p.17)²

No entanto, com a determinação do rígido horizonte de um ano calendário na adoção do regime de metas, sua utilização no caso brasileiro reduziu a complexidade do instrumento e da transmissão dos efeitos da taxa de juros. Para Bresser-Pereira e Gomes (2009) o regime de metas de inflação é um arranjo institucional, que varia de Banco Central para Banco Central, mas possui em sua constituição elementos essenciais.

² Como se sabe, também a independência jurídica foi conseguida, com a aprovação, em fevereiro de 2021, da Lei Complementar 179/21.

“Alguns dos arranjos institucionais adjacentes ao sistema são: (a) uma meta de inflação explícita, bem como intervalos de tolerância estabelecidos com base em um índice de preços amplamente conhecido e decidido pelo Conselho Monetário Nacional; (b) um procedimento operacional claro, implementado pelo Banco Central; (c) um alto grau de transparência e prestação de contas (relatório de inflação, discursos, atas; (d) compromissos institucionais com a estabilidade de preços, em linha com os objetivos primários de uma política monetária de longo prazo.” (Bresser-Pereira; Gomes, 2009,p 25)

Através do desenvolvimento teórico dos aspectos levantados no capítulo anterior, os economistas passaram a compreender os fundamentos e a importância do papel que a taxa de juros exerce sobre a inflação e sobre as demais variáveis econômicas. Neste capítulo trataremos dos principais efeitos nocivos que a total independência e a desconexão entre política monetária, fiscal e cambial trazem para a economia brasileira. A começar pelo entendimento de que a moeda exerce pressões sobre a economia real.

O modelo do regime de metas, que se utiliza da taxa de juros como o mecanismo de controle de liquidez da economia e como âncora nominal, pode parecer a princípio uma grande vitória da modelagem econômica keynesiana e pós keynesiana. No entanto, contrariamente aos escritos de Keynes de uma economia monetária, a modelagem dentro do regime de metas de inflação consolida e enraíza ainda mais profundamente a ideia da neutralidade da moeda, tópico que abordaremos a seguir.

3.1 O Papel da Moeda

A princípio, o uso da taxa de juros como instrumento da política monetária foi considerado uma vitória dos economistas keynesianos e pós keynesianos por consolidar a economia monetária como uma realidade concreta e objetiva, atribuindo a um órgão estatal (ou, como no caso brasileiro, a uma autarquia) a definição da taxa básica de juros que impacta diretamente a economia corrente através dos mecanismos de transmissão da política monetária.

Ao colocar o combate da inflação como objetivo primário e estrito da política monetária, o controle sob o processo inflacionário e sua expectativa, desconsidera assim outras variáveis macroeconômicas como a taxa de câmbio, a política fiscal e até mesmo contextos e pressões externas às quais a economia pode estar submetida em determinados momentos. Assim, o impacto sobre essas demais variáveis incorre inevitavelmente em consequências para objetivo base da macroeconomia que é o crescimento e o bem-estar.

Sobre a neutralidade da moeda, devemos primeiramente compreender o seu papel no debate macroeconômico e compreender suas implicações. Associada à ortodoxia econômica da teoria quantitativa da moeda, a neutralidade da moeda indica que a moeda, independente da

sua oferta, quantidade e da liquidez de uma economia, ela não exerce nenhum impacto sobre a economia real, bem como sobre os preços relativos, decisões de poupança e de investimento. A moeda é mero instrumento da troca e de comércio, com um estoque físico ou nominal chamado de saldos monetários reais. Após inúmeras transformações no desenvolvimento teórico e prático da política monetária, Milton Friedman se tornou o principal expoente da teoria quantitativa da moeda na segunda metade do século XX, e em seu trabalho desenvolveu “a tese de que a moeda, se devidamente protegida da ingerência do Estado, é neutra e irrelevante, mas que se mal gerida pela interferência espúria do Estado, irá provocar crises recessivas ou inflacionárias” (LARA RESENDE, 2020).

Assim, a teoria quantitativa da moeda, entende a moeda como variável exógena que, no longo prazo, não tem impacto sobre as variáveis reais da economia, passando-se a dar grande reforço a pressões restritivas sobre a política econômica e a atuação do estado sobre a economia. A partir da perspectiva de que os processos inflacionários são exclusivamente de origem monetária e sempre por pressões da demanda agregada, reduz-se a macroeconomia e o instrumento de política monetária ao olhar exclusivo da má gestão, deficiência dos gastos públicos e do exercício estatal, ou seja, dos gastos do governo fora de um ponto de equilíbrio que pressionam a economia para além de um nível de pleno emprego.

O regime de metas de inflação e seu arcabouço foram pensados exclusivamente para efeitos do controle dos processos inflacionários e das expectativas inflacionárias, é por esse motivo que a teoria marca mais uma vitória da ortodoxia e da teoria quantitativa da moeda por que a política monetária é concebida exclusivamente como política de controle da inflação em um horizonte de tempo relevante para a autoridade monetária, desconsiderando-se os efeitos sobre a economia real que essa intervenção pode produzir.

A problemática da neutralidade da moeda está na hipótese de que o produto potencial não pode cair, dada a vigência do pressuposto do pleno emprego dos fatores produtivos. Isso, no entanto, não é observado na realidade. Se isso ocorre, ou seja, uma redução do hiato pela queda no produto potencial (e não pelo produto efetivo), o Banco Central, seguindo a regra de *Taylor* tem que aumentar a taxa de juros. No entanto, em muitos casos, não se percebe que a pressão vem da redução do hiato do produto pelo produto potencial por questões de oferta, pois a hipótese pressupõe apenas pressões inflacionárias do lado da demanda causadas por um excesso de moeda. Nessas circunstâncias, um aumento na taxa de juros acaba por aprofundar ainda mais esse processo de retração do produto potencial via a transmissão da política monetária, causando a escassez do crédito para a indústria e atividades produtivas se financiarem e assim ampliando o processo de expansão da capacidade produtiva. Assim, a

atuação do Banco Central entra em um movimento espiral negativa. aumentando juros, sem reconhecer que a retração está na oferta.

Evidencia-se então que, ao contrário do que advoga o pensamento ortodoxo, a moeda, e no caso moderno de instrumento monetário, a taxa de juros, exercem papel fundamental sobre os fatores reais da economia, através da decisão de investimento sobre os ativos disponíveis, baseada na expectativa de retorno e no custo de oportunidade (em comparação à eficiência marginal do capital), com que os investidores são confrontados. Assim, um aumento na taxa de juros, tem um efeito de retração tanto no produto efetivo como também no produto potencial, pois, direciona recursos do capital produtivo para o capital financeiro. Ou seja, a esfera financeira interage diretamente com a esfera real. Como é colocado por Pelicioni e Resende, citando Keynes e Carvalho:

“Portanto, a política monetária possui papel ativo na economia. Ela deve acomodar a demanda por moeda para transação, que, por sua vez, é uma função estável da renda (Keynes, 1988a, cap. 15). Tal política deve, também, impedir que mudanças no estado da preferência pela liquidez afetem os preços de ativos não líquidos (Carvalho, 1992a, cap. 12). Isto é, a política monetária deve isolar a taxa de juros dos efeitos que incidem sobre esta mesma taxa, provocados por mudanças na demanda de moeda (pelos motivos precaução e especulação), que decorrem de alterações na incerteza percebida pelos agentes. Dada a oferta de moeda, aumentos na demanda por moeda (elevações da preferência pela liquidez) pressionarão para cima a taxa de juros monetária. O aumento da taxa de juros desestimula o investimento. Cabe à política monetária evitar este quadro. Todavia, a política monetária não age diretamente sobre o produto na circulação industrial e, assim, sua eficácia é relativa.” (Pelicioni e Resende, 2009, p5)

Os autores constroem um modelo econométrico com dados macroeconômicos de 17 países que se utilizam do sistema de metas de inflação. Por meio da metodologia dos dados em painel, construíram um modelo relacionando formação bruta de capital fixo (como proxy do investimento agregado), produto, taxa de juros, crédito e inflação. O modelo estimado indica relevância no impacto monetário sobre outras variáveis macroeconômicas. Desta forma, a moeda não é neutra e a taxa de juros exerce impacto sobre as condições de crédito, de investimento e do próprio processo de acumulação de capital.

Em estudo econométrico semelhante, utilizando modelagem VAR, com dados brasileiros de inflação, Lopes, Mollo e Colbano chegam em resultado semelhante sobre o efeito da taxa de juros no produto potencial e o próprio hiato do produto, apontando uma disfuncionalidade sobre o operador da *regra de Taylor*. O modelo utiliza como variáveis a taxa

de juros, dados de produção industrial, como *proxy* do produto efetivo e dados de utilização da capacidade instalada.

“A crítica feita neste artigo ao regime de metas, mais particularmente à regra de Taylor, destinou-se a mostrar que, se o argumento é o de não neutralidade da moeda, os resultados do uso da regra de Taylor tornam-se discutíveis, porque a operacionalização da política monetária pode envolver resultados ruins em função do efeito inibidor que tem sobre o crescimento da economia e do emprego e porque, a médio prazo, pode comprometer o próprio objetivo almejado de redução da inflação, ao inibir o crescimento da capacidade produtiva.” (Lopes, Mollo e Colbano, 2012, p15)

Compreendido o ponto sobre o papel da moeda no regime de metas de inflação, devemos entender o efeito do regime de metas de inflação sobre as demais variáveis macroeconômicas. Começamos pelo câmbio.

3.2 O impacto na taxa de câmbio

A modelagem do sistema de regime de metas e estabelecido no Brasil também apresenta ineficiência e tem impacto direto sobre o desenvolvimento e crescimento econômico sustentado pelo seu impacto colateral na taxa de câmbio. Esse efeito na taxa de câmbio, conhecido também, como a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio, está diretamente atrelado à mudança da âncora nominal da economia brasileira em 1999, como citado anteriormente. Com a adoção da taxa de juros como âncora nominal e o regime de metas de inflação e a consequente adoção do regime de câmbio flutuante, essa parte da economia brasileira se tornou coadjuvante ao desenvolvimento da política econômica nacional. Deve-se ponderar e pontuar aqui que, após duas décadas de intensa inflação e uma série de tentativas de planos econômicos frustrados, é compreensível que as autoridades políticas tivessem uma maior preocupação com a inflação dado o trauma passado. Sem a adoção de uma convergência gradual da inflação de longo prazo, como feita no Chile e no México, o Brasil consolidou o regime de política monetária e de metas de inflação sob a armadilha da taxa de câmbio, o que explica parcialmente a persistência da elevada taxa real de juros no Brasil e da baixa efetividade do regime de política monetária na nação.

A relação entre taxa de juros e taxa de câmbio se dá através do mecanismo da paridade descoberta de juros, sigla em inglês de UIP (Uncovered Interest Parity), que correlaciona de maneira inversa as duas taxas. Isto é, se há um aumento na taxa de juros do país, resulta em uma valorização cambial, o que significa uma diminuição na taxa de câmbio. No movimento

contrário temos que uma queda na taxa de juros, o que provoca uma desvalorização cambial, ou um aumento na taxa de câmbio. Essa relação deriva da mobilidade dos fluxos internacionais de capital - considerados como poupança externa – os quais são determinados pelo diferencial da taxa de juros entre os países, ponderando-se aí os devidos riscos dos títulos públicos e risco-país. Assim, se o fluxo é determinado pelo diferencial de juros, o país que apresenta maior diferencial de juros recebe um maior volume de recursos estrangeiros, provocando a entrada e aumento de volume de investimento em moeda estrangeira resultando em uma apreciação da moeda local.

Compreendida a relação entre taxa de juros e taxa de câmbio, via diferencial de juros e fluxo de investimento estrangeiro, quando colocada no contexto de regime de política monetária em que o Banco Central controla a inflação via determinação da taxa de juros, a taxa de câmbio acaba sendo determinada por efeito colateral. E assim a armadilha da taxa de juros tem seu efeito negativo sobre o produto e a renda, pois a taxa de câmbio, como um preço macroeconômico, também exerce um papel fundamental na demanda agregada via balança comercial, na diferença entre exportação e importação.

A armadilha, para o caso brasileiro, é consequência do movimento descrito no parágrafo anterior: uma elevação substantiva da taxa Selic, que indexa, direta ou indiretamente, os títulos públicos brasileiros, promove a entrada de capitais externos, aprecia a taxa de câmbio e coloca o Real em uma posição sobrevalorizada. Quando há o corte da taxa, ocorre uma desvalorização cambial. No entanto, quando é cortada a taxa de juros e a taxa de câmbio se desvaloriza, existe um crescimento inflacionário por conta dos descompassos entre preços relativos. Os preços sobem muito antes que as taxas de juros mais baixas possam causar pressões na demanda (Oreiro, de Paula e Sobreira 2009).

Tal situação coloca-se no centro do regime de metas de inflação, de forma a provocar um grande paradoxo. Toda vez que o Banco Central, ao colocar a inflação na meta, ou sentir que o processo inflacionário está controlado para chegar à meta em um horizonte de tempo relevante, vê como possível começar um ciclo de baixa de juros, a moeda se desvaloriza resultando em um aumento dos preços. Isso acaba por provocar a retomada do processo inflacionário, o que força a autoridade monetária a aumentar novamente a taxa básica de juros. Uma inflação do lado da oferta, advinda da alteração dos preços relativos (insumos e produtos importados), é combatida pelo instrumento voltado para a demanda agregada. Para além da existência desse paradoxo, a armadilha da taxa de câmbio produz ainda uma inconsistência sobre o resultado da balança comercial agregada, pois uma elevação nos juros e uma apreciação

do Real promovem um movimento de aumento das importações e redução de exportações de bens e serviços, piorando o resultado da conta corrente do balanço de pagamentos.

“Sempre que a taxa de juros é reduzida e há algum sinal de crescimento econômico, e como o déficit em conta corrente aumenta, o governo tenta evitar uma depreciação cambial elevando a taxa Selic e, conseqüentemente, provocando um aumento do desemprego. A elevação das taxas de juros provoca efeito similar no déficit público e na relação dívida/PIB. Conseqüentemente, há uma redução no crédito internacional do país, a não ser que o superávit primário seja aumentado na mesma medida, geralmente por meio de um acréscimo na carga tributária.” (Bresser-Pereira; Gomes, 2009, p 41)

Como se nota na citação acima, para além da armadilha da taxa de câmbio, existe também uma armadilha sobre a política fiscal. Da mesma forma que a taxa de câmbio sofre flutuações de forma colateral, mudanças na taxa de juros também impactam aspectos do regime fiscal que também sofre impactos colaterais, incorporando, por sua vez, ainda mais custos sociais e ineficiência à transmissão da política monetária. Os custos fiscais da política monetária serão abordados no seguinte capítulo.

3.3 O impacto na política fiscal e na dívida pública

Uma profunda ineficiência do regime de metas de inflação instaurado no Brasil está relacionada ao descasamento entre a política monetária e a política fiscal, dado que são tratadas e recebem abordagens distintas. No entanto, uma está intrinsecamente ligada à outra, ou melhor, a política monetária via determinação da taxa de juros básica, determina a tendência da dívida pública, posto que os títulos soberanos estão indexados, direta ou indiretamente à Selic.

Dentro do “novo consenso macroeconômico” que embasa a adoção do regime de metas, a política fiscal tem papel secundário, seguindo os princípios da ortodoxia econômica. A neutralidade da moeda, que entende que aumento de gastos por parte do governo, ou uma injeção de liquidez sobre a demanda agregada não tem impacto sobre o produto real, apenas sobre os preços, combinada com a “equivalência ricardiana”, ancorada sob as expectativas racionais”, advoga que os agentes econômicos tendem a incrementar o fluxo de poupança, antecipando, com isso, aumentos esperados de impostos futuros. (NASSIF, 2015). Vejamos mais de perto a questão, colocando o foco na dívida pública,

O desenvolvimento da taxa de crescimento da dívida pública é dada pela seguinte equação:

$$(2) \, d(t) = [G(t) - T(t)] + i(t)D(t)$$

d = taxa de crescimento da dívida

t = tempo corrente

G = Gastos do governo

T = Tributação (equivalente à receita do governo)

i = Taxa de juros

D = estoque da dívida

Dessa relação, nota-se dois pontos relevantes: a taxa de crescimento da dívida está diretamente relacionada à taxa de juros, que incide sobre o estoque da dívida, e diretamente relacionada também com a diferença entre gastos e receitas do governo, que fornece o resultado primário das contas públicas. Na tese ortodoxa, quando a dívida atinge uma determinada porcentagem em relação ao PIB, os agentes de mercado começam a desconfiar da capacidade de pagamento e da liquidez do governo para pagamento dessa dívida. Ao atingir esse patamar, o governo deve obter superávits primários destinados à redução da taxa de crescimento da dívida. A grande questão sobre tal perspectiva é que a equação acima coloca uma indeterminação sobre qual o grau ótimo da relação dívida/PIB, pois desconsidera características relevantes da dívida, como maturidade de vencimento e os critérios de vencimento deles (pós-fixados, pré-fixados, atrelados à inflação etc.). Essas características podem atenuar ou agravar o risco de solvência, como também determinar a trajetória da dívida. No caso brasileiro, existe uma exclusividade e peculiaridade. As Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que estão vinculadas diretamente à taxa básica de juros determinada pelo banco central.

Desta indexação, surge uma inconsistência no mercado de juros e títulos no Brasil. Isso porque a taxa Selic é a taxa cobrada no 'overnight' para sustentar a liquidez e demanda do mercado bancário no dia a dia, sendo assim, de curtíssimo prazo. Quando se indexa títulos públicos de médio e curto prazo com a taxa de utilizada para operações de curtíssimo prazo, se estabelece e consolida uma curva de juros ainda mais elevada nos vértices longos, e consolida uma preferência dos investidores de concentrarem em seus portfólios os títulos de mais curto prazo, impactando a escolha de investimentos produtivos de mais longo prazo.

“A eliminação dessa anomalia se faz necessária porque, na medida em que uma taxa de *policy rate* também serve de remuneração para uma modalidade de título público de baixo risco e altíssima liquidez, o reduzido custo de oportunidade relativo à retenção daqueles ativos compete com outras aplicações na esfera produtiva, comprometendo o potencial de crescimento da economia. No longo prazo, a solução ideal é desvincular as remunerações dos demais títulos públicos de taxas pós-fixadas como a Selic.” (Nassif, 2015, p12)

A indexação da LFT diretamente à taxa de juros básica coloca um segundo problema da perspectiva fiscal que é tornar a trajetória da dívida pública refém dos ciclos de alta de juros. A interdependência entre política monetária e política fiscal é clara; no entanto, ao dar um tratamento de independência, o objetivo de cada uma pode inibir os efeitos da outra. Aqui devemos pontuar também que o desenvolvimento da dívida pública, sua taxa de crescimento e sua relação ao PIB, têm impactos diretos também sobre a taxa de câmbio e consequentemente à inflação via preços relativos como levantado no subtítulo anterior. O aumento da relação dívida/PIB até determinado patamar que se demonstre insustentável, indica que o governo não consegue cumprir com suas obrigações, sobretudo com o pagamento dos juros da dívida. A reação negativa sobre o mercado de juros exige ainda mais prêmio pelo aumento do risco-país, mas também existe um movimento de fuga de capital estrangeiro. Esta acaba desvalorizando a moeda, elevando a taxa de câmbio e pelo mesmo movimento descrito anteriormente, os preços relativos acabam se deteriorando, aumentando a inflação, exigindo que o banco central eleve ainda mais a taxa de juros aprofundando ainda mais o ciclo vicioso.

Em artigo de estudo econométrico, escrito por Laura Carvalho, André Diniz, Ítalo Pedrosa e Pedro Rossi sobre os efeitos indiretos de um choque na taxa de juros sobre a dívida pública brasileira, os autores apontam que ao olhar a parte do estoque da dívida líquida, ocorre um aumento neste estoque com resultado negativo da apreciação cambial sobre o valor dos ativos estrangeiros calculados em moeda doméstica. A construção do modelo que leva em consideração a composição da dívida pública em função dos diferentes títulos aponta que, após dois anos de um aumento de 0,5 pontos percentuais na taxa básica de juros gera-se um aumento de 1,6 pontos percentuais na relação dívida/PIB.

A argumentação assim segue questionando a ortodoxia econômica, que advoga pelo regime de metas de inflação via determinação da taxa de juros, e ao mesmo tempo exige um controle fiscal rígido sobre a trajetória da dívida pública.

Em resumo, temos que o regime de metas de inflação promove uma série de inconsistências e ineficiências. É gerador da inconsistência na determinação dos preços macroeconômicos, como o câmbio, e tem forte impacto sobre a política fiscal. Essas

inconsistências ampliam a ineficiência da política monetária em combater a inflação, pois sua rigidez inviabiliza uma análise mais aprofundada sobre o processo inflacionário, combatendo exclusivamente a demanda agregada, inviabilizando assim outros caminhos e alternativas que possam diminuir o custo social envolvido.

“Sua adoção [Regra de Taylor] com o regime de metas, de forma mais ou menos explícita, em países menos ricos, como Brasil e Argentina, para ficar apenas nos menos problemáticos, seria suficiente para levantar sérias dúvidas em relação à sua eficácia, mas é sempre possível invocar a “irresponsabilidade” dos políticos como justificativa para o fracasso da ortodoxia monetária.” (Lara Resende, 2022, p. 60)

4. Mudança na abordagem macroeconômica

Temos, até este momento da leitura, a construção e o desenvolvimento do arcabouço teórico macroeconômico que fundamenta o regime de metas de inflação e apresentamos os principais efeitos negativos, inconsistências e ineficiências deste regime e da política monetária no Brasil que resultam em 1) esforço intenso em colocar as expectativas e a inflação na meta dentro de um curto horizonte de tempo, colocando a taxa de juros em patamares elevados; 2) ineficiência dos mecanismos de transmissão da política monetária, seja via efeito substituição ou efeito riqueza, gerando enormes custos sociais via desemprego e queda na atividade econômica, atingindo principalmente o nível de investimento de longo prazo ampliando o produto potencial da economia; e por fim 3) inabilidade da economia brasileira, graças a tais efeitos, em retomar níveis e taxas de crescimento consistentes no médio longo prazo.

Colocadas e compreendidas essas dificuldades, faz-se necessário buscar alternativas e readequar a modelagem macroeconômica para que se retome a capacidade de investimento e o crescimento econômico do país deixando de penalizar a população através da miséria, do desalento e do desemprego. Para isso, seguiremos o mesmo caminho percorrido no capítulo anterior, primeiro compreenderemos o papel da moeda e seguimos com um novo entendimento da dívida pública.

4.1 Nova compreensão da moeda

Da forma compreendida por Keynes na leitura do livro *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, a economia capitalista moderna é por essência uma economia monetária. Isto significa que o dinheiro é visto não apenas como a unidade de conta que mensura salário, produção, capital, lucro etc., mas principalmente, como o objetivo buscado com a produção de bens e serviços. Decorre daí que a moeda não é neutra, pois interfere nas variáveis reais, sobretudo através da taxa de juros, determinada no mercado monetário, e da preferência pela liquidez dos agentes. Essa forma de ver a moeda leva a conclusões distintas e mesmo opostas àquelas derivadas da forma ortodoxa de entender o mesmo problema, a qual como vimos, considera que a moeda é neutra com relação a variáveis reais como produto, renda e emprego. Assim, diferentes abordagens sobre a moeda levam os economistas a conclusões e direções distintas e por isso repensar a macroeconomia é repensar o que é a moeda.

Como apontado anteriormente, a ortodoxia monetária parte da teoria quantitativa da moeda, considerando a moeda ou o grau de liquidez da economia (moeda disponível) como incapaz de alterar as variáveis reais. Sua origem está pautada na compreensão de que a moeda nada mais é do que uma mercadoria, a qual serve de intermediária para as demais mercadorias, representando a velha história da transição das sociedades do escambo e da troca para as sociedades monetárias que possibilitam o surgimento do comércio e da economia da produção. A moeda aparece, portanto, como mero instrumento para a troca dos bens já existentes e produzidos, existindo assim uma relação proporcional entre disponibilidade de moeda e renda nominal (M/P , onde M é a oferta de moeda e P o nível dos preços correntes).

“A teoria monetária se livrava dessa indeterminação ao supor que M era um instrumento exógeno de política monetária. A escolha de M determinaria, assim, o nível de preços. Considerando que a oferta de moeda era uma variável exógena de política monetária, o nível de preços e sua taxa de crescimento, a inflação, estava sob controle da autoridade monetária. (...) Supunha-se que os bancos centrais eram capazes de imprimir moeda e criar reservas bancárias, os dois componentes da base monetária, e, portanto, controlar a oferta de moeda.” (Lara Resende, 2017, p54)

No entanto, a ideia de que o banco central pode criar reservas de maneira discricionária não encontra fundamento na realidade, pois a moeda é uma variável endógena a partir do momento que o banco central tem o poder de determinar a taxa de juros. O papel endógeno da moeda só pode ser entendido a partir da compreensão de que a moeda é uma unidade criada pelo Estado para cobranças e pagamento de tributos e obrigações. Logo assume um papel fiduciário na economia, se responsabilizando por registros de crédito e débito nas contas públicas. Ou seja, o Estado se torna o organizador do sistema de contabilidade da sociedade. A

diferença, aparentemente pouco significativa, leva a entendimentos muito distintos do papel da moeda e da política monetária (LARA RESENDE, 2020).

O entendimento da unidade creditícia compreende que o surgimento da moeda não ocorre de forma espontânea ou natural para viabilizar o comércio e a troca, mas sim que o poder soberano ou estado nacional cria a moeda para exigir e pagar seus impostos e pagar suas dívidas. As principais mudanças de direções com esse entendimento são: 1) a moeda não precisa de lastro metálico, simbólico ou nominal, é mera unidade de conta em um sistema de registro de créditos e débitos; 2) a mudança desse estigma aproxima quase que de forma intrínseca a política monetária da política fiscal, que na ortodoxia são desenvolvidas e elaboradas de forma independentes; e 3) a moeda é endógena, ampliando a possibilidade dos gastos governamentais, sujeitos apenas a restrições políticas e àquelas provenientes da estrutura econômica³.

Assim a moeda ultrapassa as barreiras exclusivas e estritas da teoria econômica, e começa a incorporar também elementos das instituições e da história para que se compreenda seu papel na sociedade moderna.

"Com a aspiração de se equiparar às ciências exatas, em busca de formalização matemática, a macroeconomia afastou-se da política e das instituições. A moeda é uma convenção, uma unidade contábil universalmente usada pela sociedade. É um bem público que tem sua origem na cobrança de impostos pelos detentores do poder. A análise do que é a moeda, de como deve ser conduzida a política monetária, não pode ser dissociada do seu contexto tecnológico, político e institucional" (Lara Resende, 2020, p.55).

4.2 Um diferente olhar sobre política fiscal e da dívida pública

Anteriormente, indicamos como um dos elementos de ineficácia da política monetária ancorada no regime de metas seu efeito sobre a dívida pública e sobre a preocupação dos agentes econômicos com a evolução dessa dívida em relação ao PIB, sua sustentabilidade e a capacidade de pagamento dela. A ineficácia e inconsistência advêm do tratamento independente dado à política monetária e à política fiscal.

Da equação 2, apresentada no capítulo anterior temos que se a taxa de juros da dívida for menor do que a taxa de crescimento da economia, esta relação entre dívida/PIB nunca será crescente, ao contrário, será sempre decrescente a partir do momento em que não exista déficit

³ Não existiriam restrições propriamente fiscais porque, segundo a MMT, os gastos públicos se financiam a si mesmos por intermédio dos depósitos que geram nos portfólios privados (PAULANI e BRAGA, 2020, p. 339-340).

primário. E essa condição independe do grau do déficit, do período deficitário e do tamanho do estoque da dívida prévia. É a partir desse entendimento e desta relação surge a possibilidade de uma redução da dívida sem um custo fiscal via ajuste tributário.

Apesar de simples, a condição é complexa quando ponderamos a expectativa dos investidores que podem tornar a dívida infinanciável, mesmo sendo sustentável. E aqui entra a concepção da moeda fiduciária e sua endogeneidade, pois é em última instância, o Banco Central que determina a taxa básica de juros e é o estado que cria a moeda colocando em seu balanço os ativos e passivos gerados

(...) cuja garantia é o fato de ser a unidade de valor aceita pelo Estado para o pagamento de impostos. Essa constatação tem uma implicação lógica contraintuitiva: o governo não precisa adquirir moeda, seja através do recolhimento de impostos, do aumento de sua dívida ou da venda de seus ativos, para poder gastar. O governo gasta e simplesmente credita unidades monetárias equivalentes nas contas que lhe venderam ativos, mercadorias ou prestaram serviços. Em suma, o governo não tem restrição financeira. É o gasto do governo que cria moeda, e não a disponibilidade de moeda que viabiliza o gasto do governo” (Lara Resende, 2020, p 66).

A conclusão, parece chocante, pois contraria frontalmente os manuais de macroeconomia que de forma incansável apontam o perigo da senhoriação e da emissão indébita de dinheiro sobre a inflação. No entanto, a condição de que a moeda é endógena, de que é o Estado quem cria a moeda e de que a taxa de juros é determinada dentro do sistema pelo Banco central, implica que os gastos públicos não necessariamente incorrem em pressões inflacionárias. É importante deixar claro aqui, que a tese não se trata de um aval irrestrito de que se pode criar moeda indefinidamente uma vez que a estrutura produtiva de oferta de cada economia deve ser respeitada. A importância de repensar a relação entre políticas macroeconômicas, o impacto sobre o regime fiscal, e uma nova perspectiva é a possibilidade de se ampliar a capacidade de investimento do estado, com consequente elevação na capacidade produtiva da economia.

É sobre essa perspectiva de que o controle do estado sobre a moeda não resulta necessariamente em pressões inflacionárias, pois a criação de moeda via gasto do estado acontece por uma mudança na composição de ativos e passivos, tanto públicos como privados. Ambos, moeda e títulos públicos são passivos do estado, passivos emitidos em moeda nacional. Isso ficou claro com a experiência do *quantitative easing* (QE), no pós a crise de 2008, em que os Bancos Centrais passaram a baixar as taxas de juros e comprar títulos privados aumentando seus balanços. Isso porque, todo título de dívida pública soberana, denominada em moeda

nacional, em caso de crise será sempre recomprado antecipadamente, ou resgatado, em moeda emitida pelo banco central (LARA RESENDE, 2020). Coloca-se em cena a existência de uma relação inversa entre o sistema financeiro privado, e o sistema financeiro público, em que um aumento do ativo público acontece com um aumento do passivo privado e vice-versa, dentro de um regime contábil de crédito e débito. Mas o fundamental é a compreensão de que o banco central é capaz, em última instância, de garantir liquidez a todo sistema via empréstimos e depósitos bancários.

Deste entendimento de que o passivo do estado, como os títulos nacionais, constitui na verdade ativo para o setor financeiro privado e vice-versa, inverte-se a relação entre despesa agregada e a demanda agregada. Como desenvolvido nos capítulos anteriores, a teoria construída na hipótese da neutralidade da moeda prevê que toda pressão inflacionária é resultante de uma expansão da demanda agregada que gera um aumento da despesa agregada (consumo, gastos do governo etc.). Nesta perspectiva, ao contrário, é a despesa agregada que eleva e direciona a demanda agregada, e assim temos que o efeito inflacionário não acontece diretamente pela expansão dos gastos ou da moeda, mas sim por um efeito indireto via demanda agregada que esgota a capacidade produtiva da economia. Aqui ressaltando a relevância de pensar o hiato do produto, a capacidade ociosa e o nível de emprego, pois são essas variáveis reais que condicionam a geração de gastos do estado sem exercer as pressões inflacionárias.

A segunda restrição sobre a construção conceitual de que o estado cria a própria moeda está relacionada à moeda estrangeira e à taxa de câmbio. Em uma economia aberta, as pressões inflacionárias exercidas pela demanda agregada extravasam para as contas externas, que começam a se acumular na forma de dívida externa e outros passivos externos, denominados em moeda estrangeira. O novo arcabouço teórico descrito neste capítulo entende que o Estado tem a capacidade de criar sua própria moeda por ser uma variável endógena, no entanto a moeda estrangeira é compreendida como uma variável exógena. Desta perspectiva a dívida denominada em moeda estrangeira, dependente das reservas cambiais do país, e o banco central não tem a capacidade de comprar essa dívida pois ele só consegue produzir liquidez em moeda nacional.

Desta forma, a restrição do modelo não vem da capacidade de investimento e de gasto do Estado, que apesar de sempre indicadas, constituem, em realidade, resultado de fortes pressões ideológicas. Trata-se de restrições reais e materiais, advindas das variáveis produtivas e de mercado, sendo evidentemente muito mais fortes nas economias menos desenvolvidas e que não dispõem de moeda internacionalmente forte. E deixamos claro que, se moeda é dívida, essa dívida está diretamente ancorada na necessidade de se obter bons resultados primários,

para que a relação dívida/PIB não assuma trajetória ascendente descontrolada e acabe por impactar a dívida nacional em moeda estrangeira.

4.3 O impacto para a retomada do crescimento econômico

A compreensão de que a moeda é dívida perante o estado, garante um enorme poder político ao aparato estatal. É talvez a dimensão dessa força que explique o motivo de as teorias creditícias da moeda, existentes desde o início do século XX terem sido suprimidas ao longo de décadas de liberalismo e neoliberalismo. O crédito, desde Keynes, exerce um importante papel na economia produtiva pois tem a capacidade de alocar recursos, alocar capital e trabalho com o intuito de se produzir, mas teoricamente a visão ortodoxa de moeda sempre prevaleceu.

Desta forma, como estado cria a moeda de forma endógena e o banco central determina a taxa de juros, ele tem a capacidade de garantir o crédito em moeda nacional para impulsionar o nível de investimento na economia, colocando recursos para circularem na economia real, não no estéril (e especulativo) mercado financeiro. Através do controle de ambos os mecanismos, tanto fiscal como via emissão de crédito e da política monetária, o estado tem a capacidade de recompensar a produtividade e promover o bem-estar econômico.

5. Conclusão

O presente trabalho seguiu primeiramente a trajetória do desenvolvimento teórico e prático da macroeconomia até os dias presentes. Essa etapa foi necessária para entender o embasamento conceitual e prático das normas e regras econômicas que as economias modernas se utilizam para gerir e realizar suas políticas econômicas. O modelo IS-LM, fundamental para entender a relação entre taxa de juros e nível de investimento através da preferência de liquidez das agentes garantiu um modelo analítico para a transmissão da política monetária. A curva de Phillips expõe a relação inversa que existe sobre a taxa de desemprego de uma economia (ou o produto efetivo) e a taxa de inflação dela, possibilitando um manejo e o entendimento do impacto das políticas econômicas sobre as variáveis macroeconômicas. Essas teorias levaram na prática os Bancos Centrais a mudarem a política monetária, abandonando os agregados monetários e adotando a determinação da taxa de juros básica da economia como parte do regime de metas de inflação. Para isso a regra de Taylor é desenvolvida para evitar arbitragem da autoridade monetária, cujo instrumento está restrito e reduzido em tratar exclusivamente do nível de preços e das expectativas inflacionárias dos agentes.

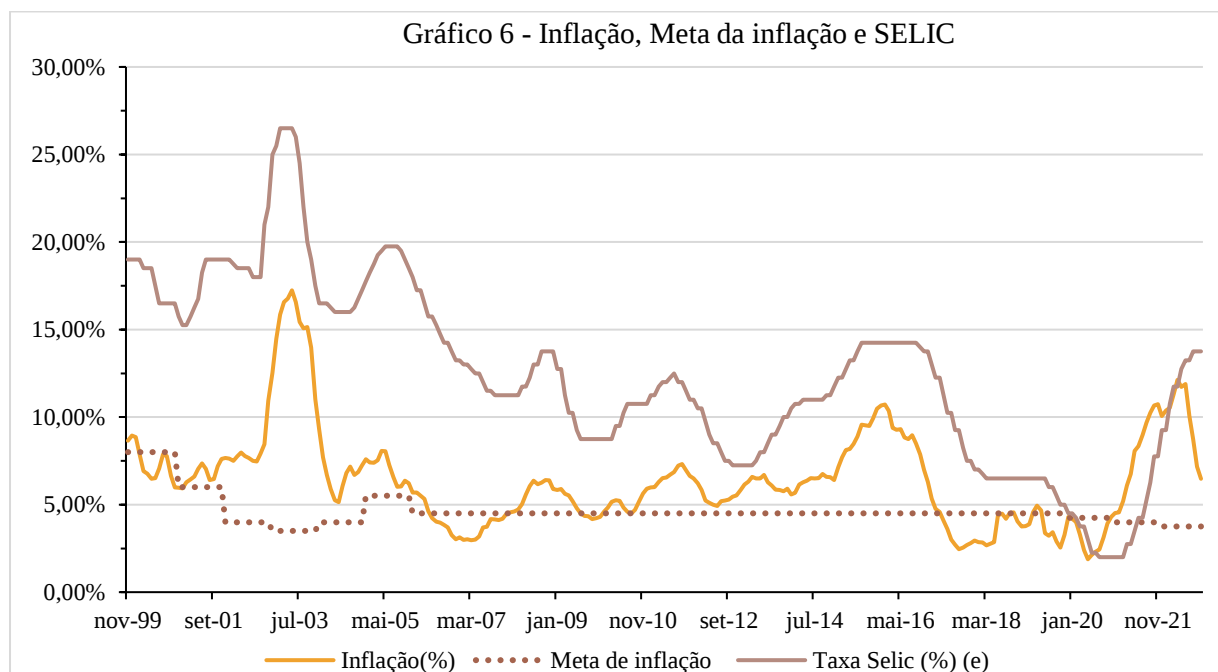
O regime de metas de inflação e a política monetária exercida via taxa de juros implementados no Brasil foram estabelecidos de uma forma completamente descorrelacionada e independente das demais políticas econômicas como a cambial e a fiscal. A conclusão procura trazer esses impactos para o contexto e cenário econômico atual.

Da perspectiva da política cambial, a descoberta paridade de juros (UIP) aponta que após um aumento na taxa de juros, cujo objetivo é a retração da demanda e do consumo, ocorre sempre uma apreciação cambial gerando dois movimentos, um primeiro é o aumento de consumo de bens importados e redução das exportações por uma perda na competitividade nos preços de bens produzidos aqui, impactando a balança comercial e a entrada de reservas. O segundo movimento na direção contrária, de uma redução na taxa de juros com o objetivo de expandir a demanda, resulta em uma fuga de capital, resultando em uma desvalorização cambial. A desvalorização cambial acaba por encarecer insumos importados impactando os preços nas demais cadeias produtivas. A inflação é diretamente impactada pela política e equilíbrio cambial e sobre impactos exógenos da economia mundial. O exemplo mais claro disso foi o impacto da guerra no Leste Europeu sobre o preço internacional do Petróleo que repercutiu em todas as cadeias produtivas por ser tanto insumo de produção como também insumo logístico. O regime de política monetária de metas de inflação só consegue absorver tal choque através do impacto via demanda agregada, assim acaba penalizando ainda mais a economia nacional.

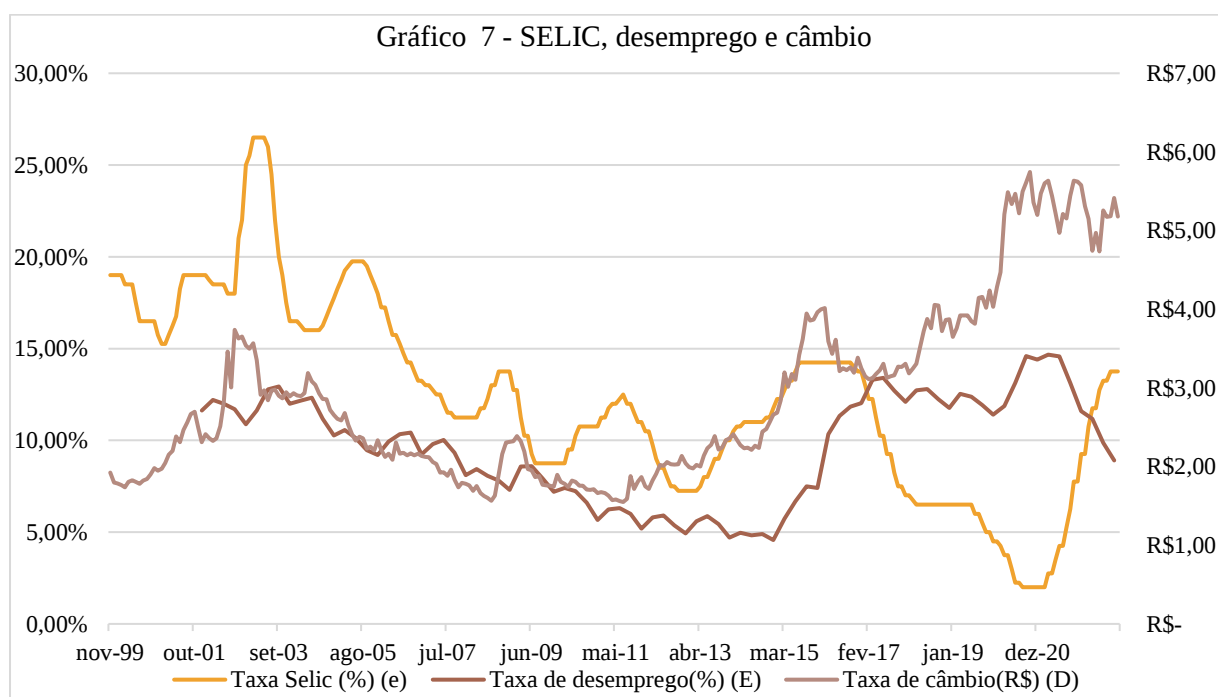
O impacto da taxa de juros ocorre também na política fiscal e na trajetória da dívida em relação ao PIB. Como colocado no subcapítulo, o Brasil é o único país que possui títulos federais atrelados a taxa básica de juros determinada pela autoridade monetária e isso acaba impactando a incerteza dos agentes do mercado sobre a capacidade de pagamento e liquidez do governo. Desta maneira, a política monetária altera e gera pressões altistas sobre a dívida pública impactando o risco-país, isso por sua vez transpassa para o câmbio resultando em uma fuga de capital gerando mais um movimento de desvalorização cambial. Como colocado no parágrafo anterior, a desvalorização cambial impacta o preço de insumos importados impactando os preços de todas as cadeias internas aumentando a inflação e forçando o Banco Central a aumentar a taxa de juros.

Esses dois movimentos expõe as armadilhas do regime de metas de inflação e sua inabilidade de se comunicar com os demais instrumentos que compõe a política econômica. É notável como é incapaz de controlar a inflação e mantê-la na meta e ao mesmo tempo penaliza as demais variáveis macroeconômicas como crescimento, PIB e emprego. O gráfico a seguir

aponta o histórico da meta de inflação, as bandas superior e inferior e a inflação efetiva anualizada.



Fonte: Elaborado pelo autor; Banco Central



Fonte: Elaborado pelo autor; Banco Central e IBGE

É por conta dessas inconsistências e ineficiências do regime de metas de inflação brasileiro que se faz necessário repensar os instrumentos e a própria macroeconomia. Abandonando regras e hipóteses que não se mostram verdadeiras na realidade material,

buscando construir novos arcabouços e possibilidades, entender que as políticas econômicas de um país devem conversar e são correlacionadas.

A mudança do arcabouço macroeconômico começa pelo entendimento da moeda. Abandonar a ideia de que a moeda é neutra, não possui impacto sobre a economia real. Entender que a moeda é reserva de valor por ser um “título” do governo que possui a maior liquidez. A concepção da moeda fiduciária amplia as possibilidades de atuação do governo ao colocar a variável moeda como endógena na economia. A moeda é criação e convecção criado pelo estado para cobrar impostos e pagar seus passivos e dívidas.

A segunda mudança no arcabouço é uma nova compreensão sobre a dívida pública. Dado que o banco central controla a taxa de juros, a dívida nunca adotará uma direção crescente se a taxa de crescimento da economia for maior que sua taxa de juros de rolagem, desde que em um contexto de superávits primários para que não seja necessário se financiar em moeda estrangeira. Nestas duas condições o governo tem o controle de criação da moeda e o controle sobre os juros pago na economia não tendo nenhuma restrição de se financiar. As restrições são práticas e matérias de acordo com a capacidade produtiva e o grau de ociosidade da economia.

A grande diferença é que há uma inversão na lógica dos modelos. Na modelagem ortodoxo da política monetária, o aumento da demanda agregada que resulta em um aumento da despesa agregada, quando na verdade pela nova ótica, é a despesa agregada do governo que amplia a demanda agregada. A inflação não é resultado direto da expansão da moeda, mas sim um efeito indireto da expansão da demanda agregada sujeita as restrições produtivas e de oferta da economia. Desta forma, sob a ótica da *modern monetary theory*, o estado recupera sua capacidade de direcionar a demanda agregada, investindo e mobilizando recurso para a retomada econômica do nível de investimento de médio longo prazo. Para isso é necessário a retomada de uma discussão séria e embasada, qualidade que foi ofuscada nos anos recentes.

“O país perdeu mais do que o otimismo e a cordialidade. Tornou-se amargo e polarizado. Uma radicalização impaciente que ameaça até mesmo as instituições e a democracia. As razões desse estado de coisas são múltiplas e de toda ordem, mas a estagnação da economia, associada ao agravamento da desigualdade, é certamente a mais importante delas. (...) sem nos livrarmos da camisa de força ideológica da macroeconomia dominante, não há como repensar um projeto de retomada do crescimento.” (Lara Resende, 2022, p 16)

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBERTO, L; RESENDE, P.M.F. **Metas de inflação, política monetária e investimento:** um estudo para dezessete países. *Revista de Economia Política*, v. 29, 2009.

BACHA, Edmar; DE OLIVEIRA, L. O. **Mercado de capitais e dívida pública:** tributação, indexação, alongamento. [S. l.: s. n.], 2006.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos; GOMES, Cleomar. **O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio.** In: OREIRO, J.L *et al.* **Política Monetária, bancos centrais, e metas de inflação:** Teoria e experiência brasileira. 1. ed. [S. l.]: FGV, 2009. cap. 1, p. 22-51.

CARDIM, F J. Uma contribuição ao debate sobre a eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. In: OREIRO, J.L *et al.* **Política Monetária, bancos centrais, e metas de inflação:** Teoria e experiência brasileira. 1. ed. [S. l.]: FGV, 2009. cap. 2, p. 53-69.

CARVALHO, Laura et al. **Custos fiscais da política monetária: os feitos indiretos de um choque de juros sobre a dívida pública do setor público.** *Brazilian Journal of Political Economy*, [S. l.], v. 36, p. 557-579, 2016.

CORAZZA, G. **O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional.** *Perspectiva Econômica*, v. 2, n. 1, p. 1-23, 2006.

HICKS, J. R, Mr. **Keynes and the ‘classics’: a suggested interpretation.** *Econometrica*, vol. 5, nº 1, pp. 147-159., 1937

JUNIOR, K. M. JESUS, C. S. DE. **A condução da política fiscal numa economia aberta com metas de inflação.** *A Economia em Revista - AERE*, v. 18, 2010.

LARA RESENDE, André. **Juros, moeda e ortodoxia**, São Paulo: Portfolio Penguin, 2017c.

LARA RESENDE, André. **Consenso e Contrassenso: por uma economia não dogmática**, São Paulo: Portfolio Penguin.2020c

LARA RESENDE, André. **Camisa de força ideológica a crise da macroeconomia** São Paulo: Portfolio Penguin.2022c

LOPES, M. DE L. M.; MOLLO, M. DE L. R.; COLBANO, F. S. **Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana**. Brazilian Journal of Political Economy, v. 32, 2012.

MONTES, G. C.; FEIJÓ, C. A. Metas de inflação e política monetária: uma abordagem considerando o processo de formação de preços em economias monetárias. *In: OREIRO, J.L et al. Política Monetária, bancos centrais, e metas de inflação: Teoria e experiência brasileira*. 1. ed. [S. l.]: FGV, 2009. cap. 3, p. 71-96

NASSIF, A. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. Revista de Economia Política, v. 35, set. 2015.

OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. **Macroeconomia da estagnação brasileira**. 1. ed. [S. l.: s. n.], 2021

SERRANO, F. **Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil**. Brazilian Journal of Political Economy, v. 30, 2010.