

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**GESTÃO PÚBLICA PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO**  
**E SOCIAL**



UFRJ

**POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL (2020-2021): UMA ANÁLISE**  
**HETERODOXA FRENTE À ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL NA**  
**PANDEMIA**

Rodrigo Freitas de Paula<sup>1</sup>  
Orientador: Prof. Daniel Negreiros Conceição<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Graduando em Gestão Pública para o Desenvolvimento Econômico e Social - UFRJ  
email: [rodrigofp.contato@gmail.com](mailto:rodrigofp.contato@gmail.com)

<sup>2</sup> Mestre em Master of Arts – University of Missouri System  
email: [danielnconceicao@gmail.com](mailto:danielnconceicao@gmail.com)

Rodrigo Freitas de Paula

## **POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL (2020-2021):**

### **Uma análise heterodoxa frente à atuação do Banco Central na pandemia**

Trabalho de Conclusão de Curso entregue ao  
Curso de Bacharelado em Gestão Pública para  
o Desenvolvimento Econômico e Social do  
Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e  
Regional da Universidade Federal do Rio de  
Janeiro - UFRJ como parte dos requisitos  
necessários à obtenção do título de bacharel.

Orientador: Prof. Daniel Negreiros  
Conceição

Rio de Janeiro  
2024

## CIP - Catalogação na Publicação

F696 Freitas de Paula, Rodrigo  
Política monetária no Brasil (2020-2021): uma análise heterodoxa frente à atuação do Banco Central na pandemia / Rodrigo Freitas de Paula. -- Rio de Janeiro, 2024.  
48 f.

Orientador: Daniel Negreiros Conceição .  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional, Bacharel em Gestão Pública para o Desenvolvimento Econômico e Social, 2024.

1. Política Monetária. I. Negreiros Conceição , Daniel, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

Rodrigo Freitas de Paula

## **POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL (2020-2021):**

### **Uma análise heterodoxa frente à atuação do Banco Central na pandemia**

Trabalho de Conclusão de Curso entregue ao  
Curso de Bacharelado em Gestão Pública para  
o Desenvolvimento Econômico e Social do  
Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e  
Regional da Universidade Federal do Rio de  
Janeiro - UFRJ como parte dos requisitos  
necessários à obtenção do título de bacharel.

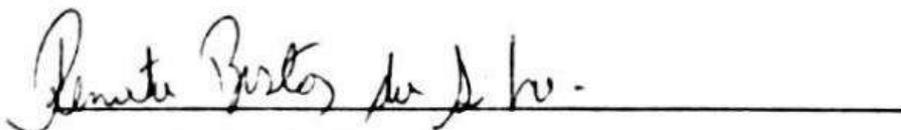
Apresentado em: 18/07/2024

#### **BANCA EXAMINADORA**



**Daniel Negreiros Conceição**

**Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional – UFRJ**



**Renata Bastos da Silva**

**Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional – UFRJ**

## RESUMO

O objetivo do presente artigo consiste em analisar a política monetária no período entre 2020 e 2021, período em que houve notável instabilidade do real em relação ao dólar e consequentes pressões inflacionárias. Foram confrontados dois referenciais: a perspectiva do Banco Central, majoritariamente influenciada pelo Novo Consenso Macroeconômico, e a crítica Heterodoxa, com destaque à Teoria Moderna da Moeda (MMT), tais quais suas visões acerca dos erros e fatores endógenos e exógenos que levaram a essa conjuntura. Os resultados obtidos propõem soluções adaptáveis e centradas sobretudo no cenário nacional.

**Palavras-chave:** juros; Brasil; Novo Consenso; heterodoxia; política monetária.

## **ABSTRACT**

This article analyzes monetary policy in Brazil between 2020 and 2021, a period marked by significant instability of the real/dollar exchange rate and different inflationary pressures. The study compares two views: the Central Bank view, mainly influenced by the New Macroeconomic Consensus, and the heterodox approach, particularly the view advanced by the proponents of Modern Monetary Theory (MMT). The analysis focuses on their views on the possible mistakes, and endogenous/exogenous factors that led to the observed results. We conclude by proposing functional solutions for reducing exchange rate instability and alleviating inflationary pressures in the Brazilian economy.

**Keywords:** interest rates; Brazil; New Consensus; heterodox; monetary policy.

## SUMÁRIO

1	HISTÓRIA E FORMAÇÃO DO PENSAMENTO MAINSTREAM ECONÔMICO.....	6
2	NOVO CONSENSO E REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	13
3	REGRA DE TAYLOR E DEFINIÇÃO DA TAXA DE JUROS.....	16
4	HISTÓRICO BRASILEIRO.....	18
5	ENDIVIDAMENTO PÚBLICO E TAXA DE JUROS NA VISÃO ORTODOXA.....	21
6	GESTÃO MONETÁRIA NO PERÍODO PRÉ-PANDÊMICO: 2019 – 2020.....	24
7	CONTEXTO PANDÊMICO.....	27
8	A ARRISCADA E DESASTROSA APOSTA DO BANCO CENTRAL...32	
9	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
	REFERÊNCIAS.....	38

## 1 HISTÓRIA E FORMAÇÃO DO PENSAMENTO MAINSTREAM ECONÔMICO

O papel da política econômica sempre foi objeto de estudo e, entre seus proponentes, assumiu diferentes valências e relevâncias durante a história. Com o fim do século XX, começam a surgir novas respostas a respeito das flutuações econômicas de curto prazo e o papel da política econômica -num momento onde até então o mainstream tinha como pensamento vigente a raiz Novo-clássica – e que viria complementá-lo, trazendo elementos da Síntese Neoclássica - numa absorção/reinterpretação da Teoria Geral de Keynes - modelo este que ficou conhecido entre os economistas como Novo Consenso Econômico, ou Economia do Novo Consenso. De acordo com Licha (2015, p.57),

A integração desses elementos permitiu desenvolver um corpo teórico sobre dinâmica e política macroeconômica. Essas recomendações de política econômica foram adotadas por diversos países, especialmente pelos bancos centrais de países desenvolvidos, gerando práticas e procedimentos comuns a partir do final da década de 1990. (LICHA, A - Escolas da Macroeconomia, 2015)

Começando com os fundamentos teóricos precursores ao NCM, tem-se o modelo neoclássico, termo usado aqui para descrever o escopo que surge como o primeiro advindo da revolução marginalista, ou seja, a primeira linha de pensamento que olhou para a economia como pela ótica da troca ao invés da produção em si (Hicks, 1976), sendo todo o anterior a isso compreendido como teoria clássica. Lopes e Vasconcellos (1997) definem as principais posições do modelo neoclássico como: O mercado opera de forma a equilibrar a economia com pleno emprego, onde a oferta e demanda de mão de obra se igualam, de maneira que os preços e salários são totalmente flexíveis; a quantidade de moeda afeta apenas o nível de preços, ou seja, variáveis como emprego e atividade econômica não são afetados pela política monetária, uma vez que são determinados pelo mercado (neutralidade da moeda); a demanda agregada não é fator determinante do nível de produto, a oferta cria sua própria demanda (Lei de Say).

Advindo de críticas aos preceitos supracitados, sobretudo na década de 30, Keynes evidencia a incapacidade dos conceitos neoclássicos de explicar a crise de 29, tal qual suas consequências como o desemprego involuntário. Nesse contexto, A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936) revoluciona novamente a forma de se entender a macroeconomia, onde a moeda deixa de ser neutra, uma vez que ela passa a ser uma proteção contra incertezas. Para Keynes, quando um empresário no processo de produção se guia pelas expectativas de demanda, este assume um caráter especulativo, uma vez que nunca terá a informação do mercado por completo. Portanto, quando um produtor toma a decisão de fornecer algo, ele usa de suas expectativas de curto e longo prazo, sendo a primeira o preço de venda esperado e seu custo e o segundo seus rendimentos/planejamentos futuros, por exemplo, e estas decisões vão depender do grau de confiança/racionalidade que esses agentes encontram, sendo a incerteza justamente o futuro que não pode ser numericamente determinado. Isso importa porque ao depender do grau de incerteza, a moeda vai ser justamente um refúgio por possuir propriedades que permitam conservar a riqueza com segurança e praticidade, ou seja, sempre que os agentes não se sentirem seguros em relação ao futuro, os gastos serão menores que a renda gerada no processo de produção, pois parte dela será poupada na forma monetária. Logo, a moeda seria sim capaz de causar impactos na renda e emprego, seja no curto ou no longo prazo.

Por fim, as contribuições do pensamento keynesiano, segundo Lopes e Vasconcellos (1997), se deram por propor o uso de políticas fiscais compensatórias que tenderiam a ser muito mais eficientes do que instrumentos monetários, cuja eficácia dependeria de duplo condicionante: a capacidade da política monetária em afetar a taxa de juros, e uma vez que tenha afetado, que esta não seja sobrepujada por alterações na eficiência marginal do capital que limitem o impacto das alterações na taxa de juros sobre o investimento. Dessa forma, para Keynes a taxa de juros é determinada justamente pelas forças de oferta e demanda. A oferta de moeda é exógena e a demanda por moeda é explicada pela teoria da preferência pela liquidez.

O modelo IS-LM de Hicks e Hansen (1937) traz um remodelo para essa linha de pensamento, demonstrando a eficácia de políticas fiscais e monetárias. A curva IS combina a taxa de juros e o produto de modo a igualar investimento e poupança e a LM a igualar liquidez e a oferta de moeda em circulação para encontrar equilíbrio, determinando-se a taxa de juros. De maneira geral, representações gráficas muito inclinadas na curva IS indicam políticas monetárias ineficazes, mas fiscais eficazes e na LM quando a curva se encontra muito inclinada, tem-se um indicativo de políticas monetárias eficazes e fiscais ineficazes. A ideia do modelo IS-LM, na visão de muitos autores, representa já o início de uma síntese neoclássica e novas interpretações foram dadas a este posteriormente, a partir do próprio Hicks.

A Síntese Neoclássica, que Blanchard (1997) coloca como termo criado para designar um amplo consenso entre os economistas, se baseava na integração das ideias de Keynes e de seus antecessores. Para o autor, pode-se dizer que a síntese neoclássica tem seu início no trabalho de Hicks “Mr. Keynes and the ‘classics’: a suggested interpretation” (1937) e mais tarde estendido pelo trabalho de Alvin Hansen no seu trabalho “A guide to Keynes” (1953). Ambos os autores, ao desenvolverem o modelo do IS-LM, incorporam todos os insights keynesianos – por exemplo – que o produto (a renda) é determinado pela demanda agregada, que os preços são rígidos no curto prazo, que a taxa de juros é um fator que está presente na demanda agregada no curto prazo afetando o investimento, enquanto também faz parte do longo prazo na oferta agregada, por permitir a expansão da capacidade produtiva. Entretanto, para Hicks, Keynes havia feito uma generalização indevida ao considerar que o estado de preferência pela liquidez da moeda é independente do nível de renda e de emprego, de forma que o modelo keynesiano fundado no modelo IS-LM só teria eficácia no curto prazo, associando a ele ciclos econômicos de crescimento e recessão. Segundo Hicks, a conclusão de Keynes só seria válida no caso em que a economia está operando com um nível de taxa de juros tão baixo que a demanda por moeda torna-se infinitamente elástica a esse nível de taxa de juros, o que ficou conhecido como armadilha de liquidez.

De acordo com Oreiro (2013), o consenso teórico da síntese neoclássica se dá então pela aceitação da lentidão dos mercados por parte dos clássicos<sup>3</sup>, que por sua vez, fariam com que os salários não se ajustassem rapidamente, tornando as teorias neoclássicas falhas enquanto descrições de curto prazo, assim entrando a alternativa keynesiana. Dessa forma, não há um rompimento com a teoria neoclássica, que continuaria majoritária, sendo usada na descrição de longo prazo. Além disso, os adeptos da síntese retrazem a ideia de preços e salários nominais flexíveis, que por intermédio da deflação destas variáveis, garantem no mercado de trabalho que a economia se manterá no equilíbrio de pleno emprego, caracterizado pela inexistência de desemprego involuntário no longo prazo, em contraposição a Keynes que o colocava como inevitável. Nessa lógica, a moeda passa a ser não-neutra no curto prazo, uma vez que aumentos da oferta monetária influenciam a demanda agregada e o produto real da economia, mas volta ao papel de neutra no longo prazo, estando em pleno emprego. Ainda para Oreiro (2013), as expectativas e incertezas que eram fundamentais para Keynes, passam para um segundo plano e a preferência pela liquidez da moeda se reduz a “uma simples exposição dos motivos pelos quais os agentes demandam moeda, tornando-se assim uma função estável da taxa de juros”.

Posteriormente, os monetaristas, que desenvolvida em sua forma clássica<sup>4</sup> num primeiro momento por Milton Friedman e ganhando robustez com a publicação em colaboração com Anna Schwartz em 1963, através da obra “A Monetary History of the United States, 1867-1960”, colocava a política monetária do Federal Reserve como principal culpada do agravamento da crise nos EUA na década de 30. A escola monetarista se caracteriza principalmente pela ideia que a moeda é a variável principal para se entender os ciclos econômicos, e aspectos como o desemprego, o produto e o crescimento econômico seriam conduzidas por si só, apenas com intermediação estatal no controle do fluxo monetário. Nesse modelo, a moeda perde a característica da neutralidade no curto prazo, um aumento no estoque de moeda seria seguido

---

<sup>3</sup> Termo usado para se referir aos até então não-keynesianos, não confundir com os clássicos do Séc XIX.

<sup>4</sup> Existem debates sobre a existência de outras vertentes monetaristas anteriores, inspiradas na Teoria Quantitativa da Moeda (1752) de Hume, mas principalmente o uso desta por Fisher para se fazer análises econométricas.

por um aumento no nível geral de preços no longo prazo, sem efeitos sobre fatores reais como consumo ou produto, e Oreiro (2013) explica que a política monetária só poderia ser usada para controlar a taxa de inflação no longo prazo. Ainda nessa visão, o governo pode reduzir a taxa de desemprego abaixo do nível dado pela taxa natural as custas de uma “surpresa inflacionária”, ou seja, uma inflação maior do que a esperada pelos agentes econômicos.

Para Friedman, se a autoridade monetária realiza uma expansão de moeda, isso levaria a uma queda da taxa de retorno deste ativo. Se a moeda passa a valer menos que os preços correntes, os agentes tentam se desfazer do excesso e realocam os recursos para outros ativos, que conseqüentemente terão seus preços elevados, o que incentivaria sua produção, dinâmica esta que afetaria a renda nominal e a real no curto prazo. Na perspectiva monetarista, a economia é influenciada principalmente por fatores reais e tende a se estabilizar em torno de um estado de equilíbrio determinado por esses fatores. Embora no curto prazo as variáveis reais possam ser impactadas por choques monetários, que muitas vezes são a fonte de perturbações, a longo prazo, quando as forças de mercado relacionadas aos fatores reais da economia entram em pleno funcionamento, ela retorna ao seu equilíbrio, neutralizando completamente os efeitos dos choques monetários. Se os neoclássicos admitem certa interferência em relação as políticas fiscais e monetárias para conduzir a economia ao pleno emprego, para os monetaristas não há necessidade de qualquer intervenção.

Nesse contexto de críticas ao modelo neoclássico, sobretudo no período que corresponde a estagflação americana da década de 70, temos a primeira perspectiva Novoclássica, e nela as expectativas racionais dos agentes econômicos desempenham um papel fundamental, levando-os a adotar uma abordagem prospectiva em relação ao futuro. O artigo de Lucas de 1976, “Econometric policy evaluation: A critique”, que ficou conhecido como “A Crítica de Lucas”, considerava errôneo como a síntese neoclássica baseava suas decisões. Ou seja, para os neoclássicos se nem todos os parâmetros são conhecidos, alguns precisam ser estimados, e Lucas argumenta que isso representa um problema, pois alterações nas circunstâncias influenciariam as

decisões dos agentes econômicos e, por conseguinte, os parâmetros. Assim, o mesmo modelo macroeconômico estimado não seria adequado para comparar políticas econômicas diferentes. Ademais, Lucas também discorda que existiria uma lentidão no ajustamento da economia no curto prazo, conforme estipulado no consenso neoclássico, portanto, sem necessidade da síntese com o pensamento keynesiano. Froyen (2002) ressalta que “a economia novoclássica tem como princípio central que a estabilização de variáveis reais, como produto e emprego, não pode ser alcançada pelo gerenciamento da demanda agregada”. Em outras palavras, na nova visão clássica, ações sistemáticas de política monetária e fiscal que alterem a demanda agregada não afetarão o produto e o emprego, mesmo no curto prazo. O que foi denominado a proposição de ineficácia da política nova clássica. Para Goodfriend e King (1997), a crítica de Lucas acabou abalando pensamento vigente, e abriu espaço para novas disputas teóricas e metodológicas.

Os primeiros novoclássicos, popularizados nesse período, se diferenciavam dos futuros por justificar as falhas de mercado pela hipótese da informação imperfeita, ou seja, os salários e preços podem ser perfeitamente flexíveis e os agentes devem sempre otimizar suas decisões através das expectativas racionais e, ainda assim, é possível que hajam distorções de mercado, justificadas pela falta de informação completa. Para Blanchard (2003) os modelos macroeconômicos existentes até então não podiam ser usados para ajudar a formular a política econômica, uma vez que mesmo que reconhecessem que as expectativas afetavam o comportamento, não incorporavam as expectativas de maneira explícita. A hipótese de expectativas racionais sugere que os agentes econômicos têm pleno conhecimento do comportamento dos formuladores de políticas em relação à implementação de medidas monetárias, baseando suas decisões de investimento em informações disponíveis. Portanto, se a política monetária for previsível, os agentes econômicos ajustarão seus preços e salários de forma a neutralizar qualquer efeito dessa política sobre variáveis reais e apenas uma política monetária imprevisível poderia ter impacto sobre essas variáveis reais. Para estes Novoclássicos, a moeda é considerada neutra tanto no curto quanto no longo

prazo, o que implica que a política monetária afeta apenas os níveis de preços e salários, não influenciando outras variáveis reais da economia.

A segunda geração de Novoclássicos, também conhecida como Real Business Cycle – RBC, modelo desenvolvido por Finn E. Kydland e Edward C. Prescott no artigo “Time to Build and Aggregate Fluctuations”, coloca que ciclos de negócio<sup>5</sup> podem ser explicados como um fenômeno de equilíbrio e cujas flutuações econômicas são decorrentes de variações nas oportunidades reais da economia privada. Nesse contexto, ocorre uma mudança de perspectiva teórica em relação aos monetaristas e adeptos da síntese neoclássica, uma vez que para o RBC as recessões não são falhas de mercado, e sim o caminho mais eficiente da economia, numa estrutura de ciclo de negócios. Para os autores, segundo Froyen (2002), as flutuações econômicas são geradas pelas decisões dos agentes que respondem a mudanças reais no cenário, como alterações na tecnologia, ambientais e de impostos, portanto, a mudança de preços, por exemplo, não teria importância por si só, sendo apenas parte da dinâmica. Nessa perspectiva, a política fiscal poderia afetar o produto e o emprego, mas não por via da demanda agregada como no modelo keynesiano, mas sim via efeitos do lado da oferta, de modo que caberia ao governo minimizar as distorções, por exemplo, dos impostos.

Já no fim da década de 70, surge uma linha que ficou conhecida como escola Novo-Keynesiana, como uma resposta a crítica novo-clássica e a teoria das expectativas racionais. Mankiw e Romer (1991) colocam que como os novos-clássicos insistiram na questão de que a economia keynesiana era teoricamente inadequada e que a macroeconomia deveria ser construída a partir de uma base microeconômica sólida, os novos-Keynesianos foram buscar justamente na parte micro uma robustez para legitimar os conceitos keynesianos. Apesar de se aproximar da Síntese Neoclássica, esta centraliza seus esforços na criação de uma teoria que justifique a rigidez nominal dos preços, permitindo maior fundamentação microeconômica e uma junção com os princípios macros.

---

<sup>5</sup> Compreende-se por “ciclos de negócio” as diferentes fases vivenciadas pelos agentes econômicos, por exemplo estabilidade, recessão e recuperação, tal qual os movimentos cíclicos em torno desta lógica.

Nesses moldes, os novos-Keynesianos admitem as expectativas racionais, mas assumem a existência de uma rigidez nominal de preços e introduzem o conceito de competição imperfeita. Sicsú (1999) explica que, para os novos-Keynesianos, rigidez não é o contrário de flexibilidade. De acordo com esta corrente, ambos os conceitos dizem respeito a velocidade do ajuste das variáveis econômicas, dessa forma, só um preço plenamente flexível poderia equilibrar os mercados involuntariamente, como argumentariam os Novosclássicos. Na visão Novokeynesiana, por sua vez, o preço também caminha em direção ao nível de equilíbrio, entretanto, de maneira rígida, ou seja, lenta e com variáveis que podem alterar esse tempo. Para explicar tais falhas de mercado, os novo-Keynesianos introduziram conceitos como os modelos de custo do menu, os modelos de rigidez real e a existência de um salário de eficiência. O custo do menu, elaborado por Mankiw, busca explicar por que existe rigidez nos preços ao apontar que existem custos na mudança desses, visto que um ajustamento de preços pode ter custos tais que não sejam compensados pela variação dos lucros decorrentes, ou seja, teriam sua elasticidade limitada. Um exemplo seria o de coletar informação necessária para decidir o preço-alvo; outro exemplo é o custo percebido de uma redução de preços em uma recessão que pode levar a uma guerra de preços entre empresas. Além disso, para os modelos novos-Keynesianos, falhas de coordenação também podem afetar o sistema de preços. Se a redução de preços é uma decisão individual de cada empresa, estas, racionalmente, só o fariam se imaginassem que as demais também iriam reduzir. A consequência, nessa lógica, é que os preços podem ser rígidos simplesmente porque as próprias firmas esperam que sejam rígidos, mesmo que acabe gerando um prejuízo geral e muitas vezes uma recessão. Já o modelo de salário eficiente, tenta trazer o motivo pelo qual as firmas podem fixar salários acima do equilíbrio de mercado, por exemplo, que o aumento salarial poderia servir de incentivo para os trabalhadores serem mais eficientes/motivados, além de buscarem um nível adequado para esta variável. Sicsú (1999, p5) nos traz que:

A conclusão novo-keynesiana de que quedas de demanda provocam reduções do nível de oferta não é nova. Keynes, há pelo menos 60 anos, já havia alcançado o mesmo resultado. [...] Portanto, novos-keynesianos buscam: i) reviver essa conclusão nos moldes dos velhos-keynesianos, isto é, reduções de demanda somente provocam

quedas de oferta porque os preços são rígidos e ii) mostrar que a rigidez dos preços possui rigorosos microfundamentos teóricos e empíricos. (SICSÚ, J - Keynes e os Novos-keynesianos, 1999)

Importante ressaltar que, diferente de Keynes, estas explicações estão centradas em falhas de mercado, conforme anteriormente explicado.

## **2 O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Finalmente, o NCM, ao funcionar como um agregador dessas diferentes linhas de pensamento, tornou-se a síntese da teoria macroeconômica convencional, defendendo que a política monetária seja o principal instrumento de política econômica, ao passo que as demais políticas (fiscal, cambial, financeira, etc.) tornam-se subordinadas aos objetivos de estabilização do produto e principalmente da inflação.

Mishkin (2011, p.3) sintetiza os princípios do NCM:

1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário”, [...] 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor [...] 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados de política monetária; (MISHKIN, F. S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, 2011)

Segundo Blanchard (1997), no Novo Consenso a convergência entre a teoria e a prática da política monetária, bem como a interação entre os policymakers e os economistas acadêmicos. Ou ainda, segundo Goodfriend e King (1997), deve-se enfatizar o fato de, nos últimos anos, a macroeconomia estar se movendo na direção de uma nova Síntese Neoclássica. No espírito da anterior síntese, que captava elementos tanto de origem clássica quanto keynesiana, a proposta atual é uma combinação de elementos desenvolvidos pelas correntes Novo Clássica, novo-Keynesiana e Real Business Cycle (Ciclos de Negócios Reais), que foram alteradas para incorporar alguma rigidez nos preços de curto prazo, além da teoria da concorrência imperfeita e os modelos dinâmicos de precificação, pelos novos-Keynesianos. Ainda para Goodfriend e King (1997),

os modelos construídos a partir da Nova Síntese são dinâmicos e tem estrutura semelhante aos modelos clássicos RBC, incorporando a teoria de expectativas racionais dos Novos Clássicos. Blanchard (1997) também traz como aspectos centrais na formulação do NCM a incorporação da hipótese de expectativas racionais, a relevância da demanda agregada na condução da atividade econômica no curto prazo e a importância das imperfeições de mercado para a explicação da trajetória da economia em relação à taxa de crescimento no longo prazo.

Nessa lógica, portanto, o Novo Consenso acaba bebendo do arcabouço teórico da década de 70, quando economistas como Lucas e Neil Wallace confrontaram o pensamento vigente. Esses primeiros novos clássicos viriam a incorporar do monetarismo de Friedman a ideia de que a inflação é um fenômeno essencialmente monetário, através de um retrabalho da Teoria Quantitativa da Moeda, ou seja, que a oferta de moeda é o principal fator para se determinar o nível de atividade econômica e/ou inflação de uma economia, onde quantidade de moeda disponível determina o nível dos preços e a taxa de crescimento da quantidade de moeda determina a taxa de inflação. Dentro dessa visão, existe um equilíbrio entre oferta e demanda de moeda na economia, devendo assim, ser mantida de uma forma constante e previsível sem desequilíbrio fiscal, seja por aumento dos gastos públicos ou déficit orçamentário. Se o governo, numa tendência ao se endividar numa política fiscal expansionista interfere na oferta de moeda, este faria com que a população tivesse mais dinheiro em mãos sem necessariamente um aumento da capacidade produtiva, acabando por aumentar a demanda agregada, trazendo pressões inflacionárias. Dessa forma, cabe à autoridade monetária, ter como objetivo principal a promoção da estabilidade de preços, operacionalizada pelos conceitos que veremos abaixo.

Tais entendimentos viriam a dar respaldo para novas teses, como a Independência do Banco Central, com a premissa de limitar a discricionariedade e influência política sobre a autoridade monetária e, posteriormente, o que viria a ser conhecido como regime de metas de inflação. O regime de metas inflacionárias é uma estratégia de política monetária que se fundamenta na divulgação, no início de um determinado período, de uma meta

de inflação estabelecida pelo governo e/ou autoridade monetária, deliberada no Conselho Monetário Nacional, no caso brasileiro e que deve ser perseguida pelo Banco Central. Esse regime tem como objetivo aumentar a transparência na condução da política monetária, concentrando-se na melhoria da comunicação entre o Banco Central e os participantes da economia. A divulgação de uma meta de inflação pode influenciar as expectativas inflacionárias dos participantes econômicos e a definição de salários e preços, funcionando como uma referência tanto para a inflação atual quanto para as expectativas futuras.

Segundo Palma e Portugal (2009), as expectativas dos agentes em relação a inflação exercem muito destaque, sendo sua coordenação o aspecto fundamental do RMI em países que o adotam. Isso é explicado uma vez que altas taxas presentes alimentariam expectativas de taxas maiores, logo, caberia a autoridade monetária controlar por meio do Regime de Metas o ânimo dos participantes econômicos. Uma vez que a autoridade monetária conta com a credibilidade necessária, os agentes não teriam porque duvidar da meta, ainda que no presente a inflação estivesse alta. Ou seja, o BCB, por exemplo, teria como objetivo convergir as expectativas inflacionárias para a meta, enfraquecendo, segundo os autores, a ligação entre a inflação realizada e a inflação passada.

Diante das frustrações e insucessos acumulados com as tentativas de controle monetário e conhecidos os ônus da ancoragem cambial, essa estratégia viria a ser empregada em países desenvolvidos como Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992) e Austrália (1994) e tornou-se uma alternativa atrativa para os países emergentes, a partir do Chile em 1990, sendo assim seguido por Polônia (1998), Brasil (1999), México (1999) e África do Sul (2000). Hoje, ao todo 27 países desenvolvidos e emergentes adotam o regime de metas de inflação (RMI).

Num aspecto geral, o RMI é alvo de diversos estudos empíricos analisando sua performance. Entretanto, estes não são conclusivos a respeito de uma relação de causalidade entre sua adoção e crescimento econômico acompanhado de queda da inflação, ao menos nos países emergentes - tendo

melhores resultados em países desenvolvidos -. É importante ressaltar que o regime foi adotado com diferentes particularidades ao longo da história. Por exemplo, em 15 dos 27 países a meta de inflação é estabelecida conjuntamente entre o governo e o BC, seguidos de nove países em que é o BC que define a meta (neste caso, a maioria está na América Latina e na Europa do Leste), sendo que em apenas três (África do Sul, Noruega e Reino Unido) cabe ao governo esta tarefa. Em relação ao horizonte – período em que se espera que o BC alcance sua meta de inflação –, a maioria dos países utiliza um prazo de dois anos ou mais, que permite divergências de curto prazo entre a meta e os choques que afetam a economia, já que choques não previsíveis têm efeitos defasados na economia. Já no Brasil, por exemplo, é utilizada uma meta anual (Tabela 1).

Tabela 1 – Características dos Regimes de Metas de Inflação

PAÍS	ANO DE IMPLEMENTAÇÃO	META ESTABELECIDADA PELO BC	MEDIDA DA META	META EM 2012	TIPO DE META	HORIZONTE DA META
África do Sul (EME)	2000	G	IPC	3%-6%	Banda	Em base contínua
Armênia (EME)	2006	G e BC	IPC	4,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Austrália (DES)	1993	G e BC	IPC	2,0%-3,0%	Banda	Médio prazo
Brasil (EME)	1999	G e BC	IPC	4,5%/±2 pp	P + T	Meta anual
Canadá (DES)	1991	G e BC	IPC	2,0%	P + T	6 a 8 trimestres
Chile (EME)	1991	BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Cerca de 2 anos
Colômbia (EME)	1999	BC	IPC	2,0%-4,0%	Banda	Médio prazo
Coréia do Sul (DES)	2001	G e BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Gana (EME)	2007	G e BC	IPC	8,7%/± 2pp	P + T	Médio prazo
Guatemala (EME)	2005	BC	IPC	4,5%/±1 pp	P + T	Meta anual
Hungria (EME)	2001	BC	IPC	3,0%	Ponto	Médio prazo
Indonésia (EME)	2005	G e BC	IPC	4,5%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Islândia (DES)	2001	G e BC	IPC	2,5%	Ponto	Meta anual
Israel (DES)	1992	G e BC	IPC	1%-3%	Banda	Dentro de 2 anos
México (EME)	1999	BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Filipinas (EME)	2002	G e BC	IPC	4,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Noruega (DES)	2001	G	IPC	2,5%	Ponto	Médio prazo
Nova Zelândia (DES)	1990	G e BC	IPC	1,0%-3,0%	Banda	Médio prazo
Peru (EME)	2002	BC	IPC	2,0%/±1 pp	P + T	O tempo todo
Polónia (EME)	1998	BC	IPC	2,5%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Reino Unido (DES)	1992	G	IPC	2,0%	Ponto	Meta anual
Rep. Tcheca (EME)	1997	BC	IPC	2,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Romênia (EME)	2005	G e BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Sérvia (EME)	2006	G e BC	IPC	4,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Suécia (DES)	1993	BC	IPC	2,0%	Ponto	Médio prazo
Tailândia (EME)	2000	G e BC	IPC	3,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Turquia (EME)	2006	G e BC	IPC	5,0%/±2 pp	P + T	Médio prazo

NOTAS: BC = Banco Central; G = Governo; IPC = Índice de Preços ao Consumidor;

Fonte: De Paula, Luiz Fernando (2014)

### 3 REGRA DE TAYLOR E DEFINIÇÃO DA TAXA DE JUROS

Nesse contexto de entendimento do papel da política monetária e emergindo no programa de pesquisas do Novo Consenso Econômico, a Regra de Taylor traz, segundo esse arcabouço teórico, orientações para as taxas de juros, estabelecendo uma relação mais transparente e clara entre esta e a inflação. Desta forma, ela funciona para calcular a taxa de juros básica de equilíbrio, com base nas condições econômicas de um país. Os Bancos Centrais, portanto, a utilizam para definir a taxa que deve ser usada para manter a inflação dentro das metas.

Criada no contexto estadunidense de 1993, a Regra de Taylor assume formas diferentes de acordo com onde se encontra inserida e segundo Barbosa, F. d. H e Custódio (2016), temos num primeiro momento a regra tradicional, que se dá por:

$$i = 2 + \pi + 0,5\tilde{\pi} + 0,5\tilde{y}$$

Onde  $i$  é a taxa de juros nominal, 2 é uma taxa de juros neutra ou seja, não afetaria nem o PIB e nem a inflação,  $\pi$  a taxa de inflação corrente,  $\tilde{\pi}$  o hiato da taxa de inflação, definido pela diferença entre a taxa e a meta estipulada pelo governo, e  $\tilde{y}$  o hiato do PIB, sendo a diferença entre o produto real e o potencial. Ainda nessa lógica, ambos são multiplicados por 0,5, indicando que o BC deva dar o mesmo peso na decisão às duas variáveis.

Ainda segundo Barbosa, F. d. H e Custódio (2016), temos que avaliar 2 (dois) conceitos fundamentais para a maneira da aplicação da regra num país. Primeiramente se sua economia é aberta ou fechada, em outros termos, se este realiza trocas econômicas/financeiras com as demais nações e se a economia é grande ou pequena, leia-se, a capacidade de independência do cenário internacional, ou seja, o quanto os eventos estrangeiros influenciam a inflação doméstica e, portanto, devem influenciar a determinação dos juros. Nesses critérios para os autores, atribuiu-se ao Brasil a classificação de aberta e pequena e, dessa forma, ocorrem alterações na regra, sendo estimada da seguinte maneira:

$$\hat{i}_t = \bar{r}_t + \pi_t + \varphi \tilde{\pi}_t + \theta \tilde{y}_t + \gamma_1 \tilde{q}_t + \gamma_2 \Delta \tilde{q}_t$$

Agora, a taxa neutra de juros não é mais igual a 2, e sim uma variável (representada pelo símbolo  $r_t$ ) que muda de acordo com o cenário internacional, a taxa de inflação segue e os hiatos de inflação e do PIB também aparecem, mas com a diferença de que ao invés de serem multiplicados por 0,5, se encontram multiplicadas por um valor discricionário, ou seja, cabendo ao Banco Central decidir qual peso irá dar pra cada variável, com a soma dos dois parâmetros devendo ser igual a 1. Outra diferença é a variável da taxa de câmbio, representada pela variável “ $\tilde{q}$ ”, uma vez que esta, sobretudo em economias pequenas, é muito volátil e tem influência na inflação e no PIB. Ainda em relação às dependências destas economias ao cenário internacional, tem-se uma fórmula para o cálculo da taxa neutra de juros ( $r_t$ ) de maneira que leve em consideração os fatores exógenos, dada por:

$$\tilde{r}_t = r_t^* + \gamma_t + t_t$$

Onde, a taxa natural de juros é igual a taxa de juros internacional ( $r_t^*$ ) -que normalmente será a estadunidense- somada com o risco soberano ( $y_t$ ), apontado por diversos índices de entes como bancos e agências classificadoras de risco ou pelo próprio Bacen e com o risco cambial ( $t_t$ ), normalmente representada pelo cupom cambial verificado no mercado financeiro.

Barbosa, F. d. H e Custódio (2016) ainda destacam que, apesar de fazer parte do arcabouço que norteia a política monetária, em alguns momentos o governo brasileiro optou por não seguir os preceitos da Regra de Taylor. Em 2012 a Selic foi mantida em 10%, mesmo que, de acordo com a Regra de Taylor, teoricamente esta devesse ser aumentada para conter a inflação. Os autores ressaltam que, naquele momento, o Banco Central deu um peso menor a este indicador, e que, segundo estes, pode ser considerado um dos motivos para a alta de preços desde 2011. Ainda durante o mesmo governo Dilma, a regra só voltou a guiar as decisões de política monetária em 2014, para conter novamente os índices inflacionários.

De maneira mais prática, a Regra de Taylor fundamenta os diversos tópicos de discussão acerca do papel das variáveis da política econômica na formulação da taxa de juros, sendo observado principalmente no RMI e incorporando parâmetros indicadores de PIB, inflação, um suposto risco e câmbio, incorporando variáveis dependendo da interpretação do autor e dos países em questão. Assim, ele acaba por guiar o BC em decisões da política monetária, diminuindo a taxa de juros quando a inflação se encontra abaixo da meta ou aumentando quando se encontra acima, de maneira a reduzir ou aumentar o consumo e de acordo inclusive com o próprio arcabouço teórico do Novo Consenso da qual a regra faz parte.

#### **4 HISTÓRICO BRASILEIRO**

Em contraposição ao modelo do Novo Consenso, foi estabelecido no Brasil desde o Plano Real, em 1994, um regime de câmbio fixo vigente até 99, em que o Banco Central perseguia a paridade entre a moeda nacional e o dólar estadunidense ( $R\$1 = US\$1$ ), comprando e vendendo divisas a essa taxa. Através desse compromisso com a paridade cambial, o governo, por meio do Banco Central, atuava no mercado de câmbio utilizando da própria moeda estrangeira (dólar) para controlar a cotação. Isso era feito por meio de compras ou vendas da mesma, de modo a evitar uma depreciação ou valorização excessiva, agindo até que a pressão, ou seja, o fator que incidia sobre sua cotação, se dissipasse.

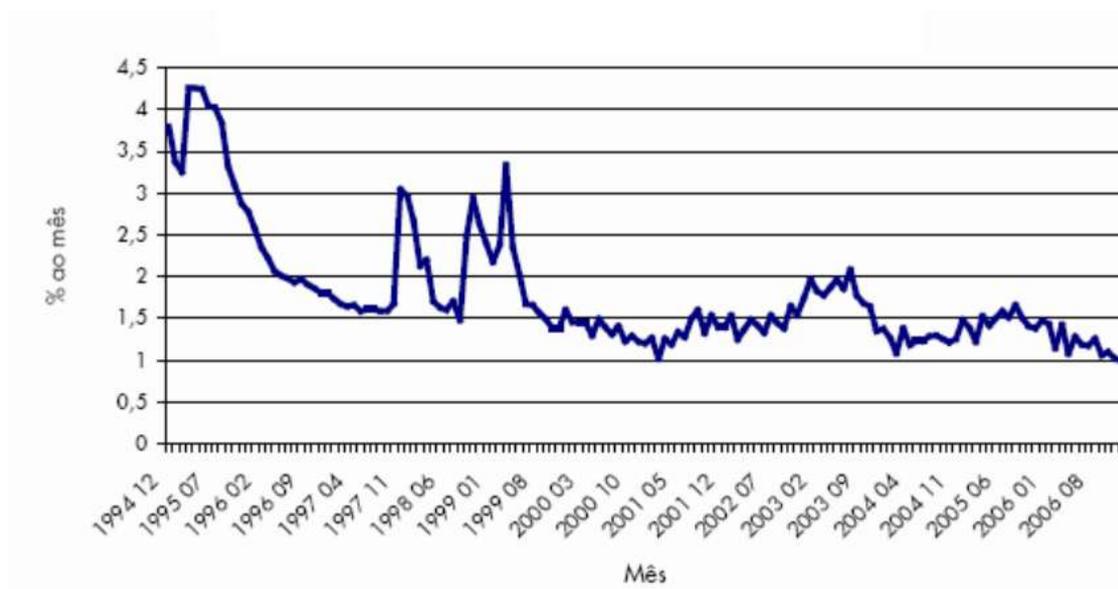
Nesse cenário, a política monetária não teve tanto destaque, visto que a taxa de juros se encontrava subordinada a estabilidade cambial. Esta não buscava desempenhar nenhum papel para ativar a economia, já que em nome do regime de câmbio fixo o BC não podia tentar, de maneira sistemática, conduzir operações de mercado aberto para fixar a taxa de juros. Silva (2002) explica que durante programas de estabilização, como o plano real, a taxa interna necessariamente precisa ser maior que em comparação ao resto do globo, uma vez que esta atrairia capital externo e garantiria a sustentabilidade do plano, por meio da ampliação de reservas. Em outras palavras, a entrada de capitais visando valorizar o câmbio era essencial para baixar a inflação, que consistia no principal objetivo do plano real. Como consequência, para a

autora, as altas taxas durante os anos 90 ainda que necessárias, dificultaram os investimentos produtivos, por exemplo, em contraposição aos financeiros, aumentaram a taxa de desemprego, a dívida pública e contribuíram para o menor crescimento do país.

Entretanto, a partir de 1999, substituindo a âncora cambial, o Brasil adere ao chamado câmbio flutuante (parte integrante do tripé macroeconômico, junto com superávit primário e regime de metas), onde a cotação das moedas varia de acordo com a oferta e demanda sem interferência direta do Banco Central Brasileiro. Importante ressaltar que ainda que na prática o preço seja determinado pelo mercado, o BC atua em sua formação, amortecendo os choques econômicos e buscando suavizar seus efeitos perante a economia doméstica, como fuga de capitais, inflação e eventuais desequilíbrios na balança de pagamentos, num modelo que ficou conhecido como flutuação suja. Dessa forma, cabe ao BCB o controle da inflação – conforme influenciado pelo Novo Consenso – tendo em conta a sua meta estabelecida pelo CMN (Conselho Monetário Nacional: composto pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, mais o Presidente do Banco Central). O Copom (Comitê de Política Monetária formado por diretores do Banco), então, estabelece a taxa básica de juros (Selic) a ser perseguida pelo Banco Central, instrumento pelo qual a inflação é controlada em direção à sua meta, vindo a ter maior protagonismo.

Nesse contexto, a partir do primeiro governo Lula (2002-2006) de fato a taxa Selic foi proporcionalmente menor do que no governo FHC (1994 – 2002) (gráfico 1). Entretanto, mesmo após a implantação do RMI, se manteve muito acima da média quando comparado à média das taxas de juros praticadas em outros países. Bacha (2010) demonstra essa disparidade a partir de uma comparação dos juros praticados no Brasil em comparação com o resto do mundo (Área do Euro, Canadá, China, EUA, Índia, Japão, México, Reino Unido e Rússia). A expectativa a partir daí, era que ela fosse sendo essencialmente reduzida, indo de encontro a média de taxas de juros a nível internacional (GIAMBIAGI ET AL, 2011), o que não ocorreu.

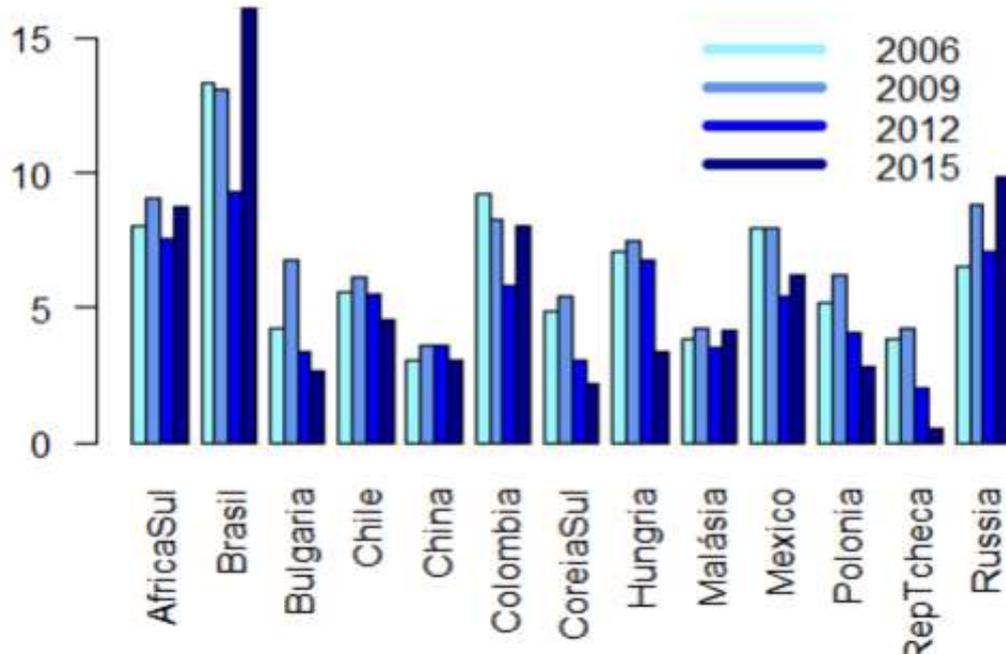
Gráfico 1 – Taxa de Juros Selic, Brasil, Dezembro de 1994 a Dezembro de 2006



Fonte: Aoun, S (2007)

Trazendo a comparação para países emergentes, observa-se considerável assimetria em praticamente todo o período recente até 2016 (gráfico 2).

Gráfico 2 – Taxa Nominal de Juros com vencimento em 10 anos



Fonte: Wilher, V (2016)

## 5 ENDIVIDAMENTO PÚBLICO E TAXA DE JUROS NA VISÃO ORTODOXA

A principal causa da manutenção desse cenário, segundo a perspectiva ortodoxa (na qual se inclui o NC), é o contexto macroeconômico em que o país – por decisões do próprio governo – se insere. Para estes economistas, o juro neutro brasileiro é alto devido ao alto endividamento público, ou seja, o governo toma muitos empréstimos (emitindo títulos de dívida pública) para pagar suas muitas despesas em excesso aos tributos arrecadados. Bacha (2010) explica a diferença nas taxas de juros reais no Brasil e no mundo a partir de 1995 a 2009, argumentando que o nível da dívida pública tal qual sua sustentabilidade e passado inflacionário da economia brasileira são os principais determinantes do nível alto das taxas de juros reais no Brasil. Em países onde os riscos de não pagamento das dívidas públicas são maiores, os juros sobem, para refletir esse aumento no risco. Afinal, os juros também servem como um "prêmio" para compensar o risco: quanto maior o risco de calote, maior é o retorno que o

credor espera por seu empréstimo. Esse alto endividamento fez com que o Brasil perdesse em 2015 o chamado "grau de investimento", uma classificação dada por agências internacionais de avaliação de risco. Elas avaliam a capacidade que os governos têm de pagar suas dívidas baseado no tamanho e na composição dessa dívida e nas receitas do país. Segundo o autor, é por isso que outros países emergentes, como Chile, México e Colômbia que ainda detêm a classificação de "grau de investimento", também conhecida como "selo de bom pagador", têm juros mais baixos que o brasileiro.

Nessa perspectiva, o governo, além de pagar encargos e amortizar parte da dívida, tem também de rolar boa parte da dívida que está vencendo. E para rolar essa dívida, o Tesouro tem que emitir novos títulos, os quais devem ser comprados por investidores. Para atrair investidores dispostos a comprar esse alto volume de títulos, os juros devem ser atraentes. Quanto mais alto o valor da dívida a ser rolada, mais altos têm que ser os juros, caso contrário, não haveria investidores suficientemente atraídos para isso, o que significa que boa parte da dívida não poderia ser rolada. Portanto, na lógica ortodoxa, enquanto a necessidade de financiamento do governo federal brasileiro continuar alta, não haverá espaço para grandes reduções da taxa básica de juros. Se esta for reduzida, o governo dificilmente conseguirá continuar rolando o mesmo montante da dívida que rola anualmente. Isso faria com que essa dívida rolada tivesse de ser efetivamente quitada, o que comprometeria o orçamento do governo. Garcia (2002) no estudo "Public debt management, monetary policy and financial institutions", destaca que a taxa de juros foi o fator mais importante responsável pelo crescimento da dívida interna brasileira 61,04%, entre 1995 e 2001, fazendo com que essa política seja, por muitas vezes, um ciclo vicioso.

Nessa lógica, apenas um genuíno corte de gastos poderia fazer com que houvesse menos necessidade tanto de tomar dinheiro emprestado quanto de refinanciar a dívida, o que permitiria sua efetiva quitação. Por se tratar de uma política fiscal restritiva, esta aumentaria a certeza sobre a monetização de futuros déficits orçamentários, diminuiria a razão dívida/PIB e por consequência a taxa de juros. Além disso, ao tomar empréstimos -- ou seja, emitir títulos -- o governo se apropriaria de dinheiro que poderia ser emprestado para empresas

investirem ou para as famílias consumirem. Ou seja, quando o governo se endivida, isso significa que ele está tomando mais crédito junto ao setor privado. E dado que o governo está tomando mais crédito, sobra menos crédito disponível para financiar empreendimentos produtivos. Isso significa, para estes autores, que o governo está dificultando e encarecendo o acesso das famílias e das empresas ao crédito.

Entretanto, economistas identificados com outras teses contestam essas afirmações presentes no consenso mainstream. Barboza (2015 *apud* Muinhos e Nakane, 2006) por exemplo, não encontram evidência de uma relação positiva entre nível da dívida pública e taxa de juros real e Gonçalves (2007) coloca a insegurança jurídica como insuficiente pra explicar a taxa de juros real de curto prazo. Lara (2022) aponta que pra além do discutido, “parte muito importante do custo do crédito que efetivamente se apresenta ao consumidor está nos elevados spreads praticados pelas instituições bancárias”. Economistas MMTistas, por sua vez, alertam que deve-se ter muita cautela ao administrar o juros frente a instabilidade cambial, e não correlacionam a taxa Selic com o tamanho do déficit primário ou da dívida pública, exemplificado pela pandemia onde os gastos escalaram vertiginosamente enquanto a taxa de juros se encontrou no valor mais baixo em 40 anos, como veremos abaixo. Para estes, “a taxa de juros de curto prazo é fixada administrativamente pelo banco central e não fruto de operações de mercado estabelecidas por agentes privados” (CONCEIÇÃO E VILLELA, 2021).

A teoria fiscal do nível de preços (TNFP), principalmente, vai de encontro a essa ideia que a inflação seria um fenômeno essencialmente monetário. Rocha e Silva (2004) destacam que a abordagem tradicional, - onde a política fiscal se resumiria ao uso de senhoriagem<sup>6</sup> como fonte de receita em último caso – e que a estabilidade de preços apenas necessitaria de uma política monetária firme e independente para ocorrer não se mostra suficiente, inclusive, para explicar os fenômenos inflacionários brasileiros na segunda metade do século XX. Lara Rezende (2017) nos traz que a flexibilização quantitativa (quantitative easing) evidenciou que o maior financiamento público

---

<sup>6</sup> Senhoriagem pode ser definido como a receita/lucro do governo pela emissão de moeda, ou seja, a diferença entre o valor do dinheiro e seu custo de produção e distribuição.

não é necessariamente inflacionário, pelo contrário, o juro nominal alto, ao elevar as expectativas de inflação, mantém a inflação alta. Segundo o autor, “as expectativas são, em última instância, determinadas pela credibilidade do equilíbrio fiscal de longo prazo, pois a inflação compatibiliza, no longo prazo, a dívida pública com o seu nível sustentável”.

Entende-se, segundo Rocha e Silva (2004 *apud* Loyo, 1999), que uma das hipóteses é que as taxas de juros elevadas levam a um crescimento rápido da dívida nominal e, ao gerar um efeito riqueza aos agentes privados, contribui para o aumento de preços. A autoridade monetária ao responder este cenário com um novo aumento do juro ocasiona um ciclo vicioso em que as tentativas de aumentar as taxas de juros para conter a inflação tem o efeito contrário ao convencionalmente estipulado, gerando mais inflação. Lara Rezende (2017) destaca, portanto, que exigir da política monetária o controle da inflação rotineiramente pode ser contraproducente, e que a política fiscal se correlaciona mais com a monetária do que se imaginava até então.

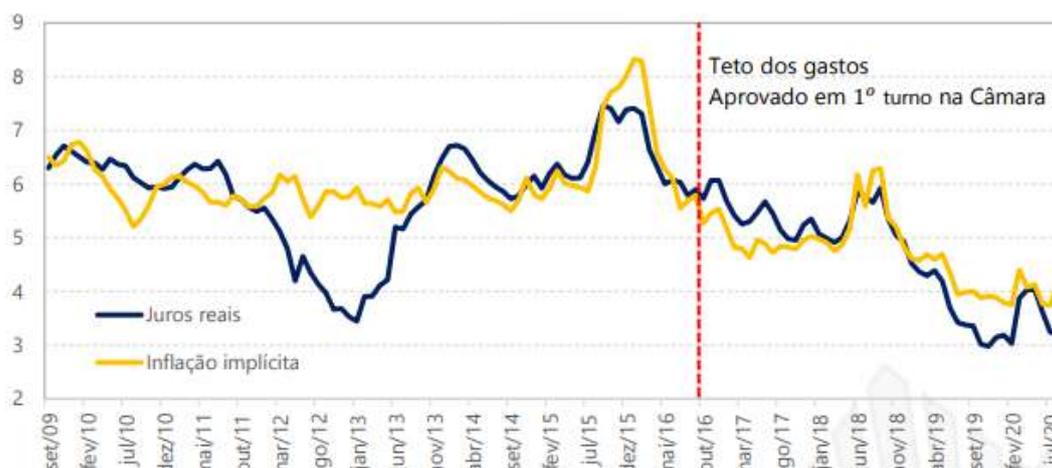
## **6 GESTÃO MONETÁRIA NO PERÍODO PRÉ-PANDÊMICO: 2019 - 2020**

Entre 2019 e 2020, a política monetária foi impactada consideravelmente pela pandemia da Covid-19, atingindo a menor taxa de juros de nossa história e permanecendo objeto de discussões ainda hoje. Entretanto, para entender as tomadas de decisão por parte do Banco Central do Brasil, temos que vislumbrá-la enquanto consequência de uma série de medidas anteriores, dentro de um escopo teórico bem definido. Nessa lógica, o governo Temer (2016 – 2018) e o primeiro ano do governo Bolsonaro tem forte influência na gestão monetária do período pandêmico.

O país, até então, vinha de uma série de reformas estruturantes, sendo a principal delas o teto constitucional de gastos (TG). Até então, o TG era o principal norte fiscal da economia brasileira, e para o governo, tornaria crível aos agentes econômicos que a dívida pública teria trajetória sustentável em razão de uma contenção gradual, (gráfico 3) reduzindo a possibilidade de que o ajuste fiscal seja feito por meios alternativos mais hostis ao ambiente de negócios, como o aumento de impostos, a monetização (que segundo autores

ortodoxos causa inflação) ou, em casos mais extremos, via calote. Ao reduzir significativamente a possibilidade de um ajuste fiscal via meios alternativos/indesejáveis, as expectativas de inflação se reduzem, o juro neutro cai e a política monetária ganha graus de liberdade para atuar. (GOVERNO FEDERAL, 2020). Dessa forma, ocorre a mudança no padrão de crescimento dos gastos públicos da União que, entre 1998 e 2014, cresceram em média 6,3% ao ano e entre 2015 e 2019 cresceram apenas 0,9% ao ano.

Gráfico 3 – Juros Reais e Inflação Implícita de 10 anos (%)



Fonte: Governo federal (2020)

É consenso entre as diversas áreas do pensamento econômico que os juros altos, conforme historicamente praticados no Brasil, são maléficos para a maior parte da população. Via de regra, o elevado custo de crédito para as famílias e empresas, o desestímulo a atividade econômica produtiva, a transferência de renda para os detentores da dívida pública e o aumento da dívida líquida do setor público são alguns dos danos ressaltados pelas diferentes esferas. Para o governo brasileiro e seus aliados, fortemente influenciados pelo Novo Consenso, não era diferente, as diversas reformas – TG (2016), Reforma Trabalhista (2017), Reforma da Previdência (2019) e MP da Liberdade Econômica (2019) – pavimentariam espaço para queda nos juros básicos. Como na perspectiva do BCB o cenário se mostrava favorável, em meados de

2019 foi feita a primeira diminuição, no dia 31 de julho, reduzindo a Selic de 6,5% para 6,0% ao ano, em decisão unânime do Copom. Destaca-se por parte do governo que esta foi tomada num contexto de inflação controlada e expectativas de crescimento moderado, onde “Indicadores recentes da atividade econômica sugerem possibilidade de retomada do processo de recuperação da economia brasileira”. E teríamos “Diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis confortáveis, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária”. (COPOM – ata 224, 07/2019)

A primeira redução da Selic em 2019 foi seguida por outras seis reduções ao longo do ano, até atingir o menor nível da história, 2,25% ao ano, em março de 2020. Como a primeira, estas se respaldaram em argumentações de fundamentação do NC, inclusive dentro da conjuntura divulgada das próprias reuniões:

Em contexto de espaço fiscal limitado, enfatizaram a importância da continuidade do processo de reformas e ajustes que gerem sustentabilidade da trajetória fiscal futura. Ao reduzirem incertezas fundamentais sobre a economia brasileira, essas reformas tendem a estimular o investimento privado. (COPOM – ata 225, p.3, 09/2019).

Em relação ao cenário internacional, demonstrou-se otimismo para economias emergentes com o afrouxamento das condições financeiras globais, ainda que existisse preocupação com desaceleração da economia global e com conflitos de natureza geopolítica. Destacou-se, em seguidas atas, a capacidade da economia brasileira de “absorver revés no cenário internacional, devido ao seu balanço de pagamentos robusto, à ancoragem das expectativas de inflação e à perspectiva de continuidade das reformas estruturais e de recuperação econômica.” (COPOM – ata 225).

Encerrando as decisões do referido ano, houve outra redução no dia 11/12, com mais um corte de 0,5 pontos percentuais, o quarto desde julho, chegando a 4,5%. A decisão da 227ª reunião foi tomada em um contexto de: inflação levemente acima da meta de 4,25%, com uma inflação acumulada de 4,31%; crescimento do PIB de 1,2%, considerado baixo; taxa de desocupação em 11,9%, que justificaram a segunda queda anual consecutiva. Dentro da discussão sobre a política monetária, destacou-se a evolução da atividade

econômica e dos indicadores de condições financeiras, evidenciando uma suposta aceleração da economia nos trimestres seguintes, além do cenário externo favorável que colaborariam inclusive pra um processo de desintermediação financeira<sup>7</sup>. Ainda na ata, evidencia-se o arcabouço teórico sobre qual a decisão foi tomada, onde “O Comitê discutiu ainda as características do atual ciclo econômico, com menor participação do Estado na economia, e suas possíveis implicações para a atuação da política monetária” (COPOM – ata 226, 10/2019), inclusive ainda reiterando que “a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.”<sup>8</sup>

Adentrando no ano de 2020, este se iniciaria com mais uma diminuição de 0,25% pp na taxa básica de juros, levando a uma nova mínima histórica, indicando inclusive, que esta poderia ser o último do ciclo de cortes. O Copom avaliou que, no cenário externo, apesar do recente aumento de incerteza, ainda haveria um ambiente relativamente favorável para economias emergentes. Mesmo com o surgimento do coronavírus – até então somente na China – a até então epidemia (i.e., um surto de doença infecciosa regionalmente contido) e a alta do dólar eram vistas como temporárias, e não desancorariam as metas de inflação. Por outro lado, no cenário doméstico, a avaliação era de que as diversas medidas de inflação estariam em níveis não tão confortáveis e, com os dados decepcionantes de setores como indústria e serviços no final do ano anterior. Haveria, portanto, espaço para aquecer ainda mais a economia.

---

<sup>7</sup> Entende-se por uma menor participação do intermediador (bancos e/ou demais organizações) nos investimentos. Em outras palavras, ocorre quando os poupadores investem diretamente nos mercados financeiros, em vez de depositar seu dinheiro em instituições financeiras, que por sua vez emprestariam esses recursos para os tomadores (spread bancário). Sua importância se dá pela maior liquidez dos recursos financeiros, uma vez que estes se encontram mais disponíveis diretamente para os agentes econômicos, estimulando o acesso ao financiamento e acessibilidade ao crédito, sendo associada a um mercado de capitais mais robusto, com novos produtos e serviços.

<sup>8</sup> A taxa de juros estrutural seria a mesma referida na página 14 como “taxa neutra”, e pode ser entendida como uma que não estimula nem desestimula a atividade econômica, ou seja, não afetaria nem o PIB e nem a inflação. Na perspectiva do NS, quando a taxa de juros está abaixo do nível estrutural, isso pode estimular o consumo e o investimento, mas também pode levar a pressões inflacionárias, caso a demanda agregada exceda a capacidade produtiva da economia. Por outro lado, quando a taxa de juros está acima do nível estrutural, pode desacelerar a atividade econômica, mas também pode ajudar a controlar a inflação, reduzindo a demanda agregada.

## 7 CONTEXTO PANDÊMICO

Com o reconhecimento da Covid-19 enquanto pandemia global, decretada pela OMS em 11/03 de 2020, ocorreu a reunião do Copom apenas 6 dias depois, nos 17 e 18 de março. Apesar das incertezas que rondavam o mundo naquele momento, o BC resolve dobrar a aposta, seguindo a tendência de Banco Centrais como o Federal Reserve (EUA) e o Banco da Inglaterra. Foi decidido que a política monetária se manteria agressivamente expansionista, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural, enfatizando que a recuperação da economia deveria ser associada à continuidade do processo de reformas. Dentre os argumentos, destacavam-se a "desaceleração significativa do crescimento global", a queda dos preços das commodities, o aumento da volatilidade nos preços de ativos financeiros e os impactos futuros do coronavírus na economia que, segundo o BC, ainda não estavam refletidos nos dados mais recentes da atividade econômica brasileira. Naquele momento, a ata falava da necessidade de cautela na condução da política monetária, em "ambiente desafiador" para países emergentes e inclusive destacava o "aumento de aversão ao risco e a consequente realocação de ativos". Entretanto, o Copom acabou diminuindo a taxa Selic novamente em 0,5% ponto percentual, quantia que supostamente não dificultaria as condições financeiras (em contraposição a uma redução maior que poderia ser contraproducente) e ainda serviria como um estímulo a demanda. Por fim, o ente não descartou uma eventual nova redução dos juros a depender da conjuntura (COPOM – ata 229, 03/2020).

As seguintes reuniões do ano dariam continuidade à lógica estimulativa. Em maio de 2020, diante da forte contração da atividade econômica e da queda da inflação, o Copom reduziu a Selic em 0,75 ponto percentual, crendo na necessidade de um fomento monetário significativo para conter os efeitos recessivos da pandemia. Naquele momento, a principal preocupação era com o nível de ociosidade na economia, que poderia levar a uma trajetória de inflação abaixo da meta (COPOM – ata 230, 05/2020). Em julho, o Copom manteve o ritmo de corte da Selic, reduzindo-a em 0,75 ponto percentual para 2,25% a.a. As projeções de inflação para 2020 e 2021 foram revisadas para baixo,

evidenciando a percepção do Comitê de que o impacto deflacionário da pandemia seria mais severo do que inicialmente previsto. No entanto, o Copom também reconheceu que a magnitude do estímulo monetário já implementado era significativa e que era necessário cautela em futuras decisões (COPOM – ata 231, 06/2020).

Em agosto, o Copom optou por um corte mais moderado da Selic, de 0,25 ponto percentual, para 2,00% a.a. Essa decisão foi motivada pela percepção de que a atividade econômica estava começando a se recuperar, ainda que gradualmente, e pela necessidade de monitorar os efeitos dos programas de estímulo implementados pelo governo, como o auxílio emergencial (COPOM – ata 232, 08/2020). A redução colocou a taxa de juros na sua mínima histórica, sendo o último dos cortes realizado pelo Copom no período.

Também é importante destacar o "forward guidance", uma ferramenta da política monetária utilizada pelo banco central para indicar a trajetória futura da taxa de juros e orientar a economia, de modo que as expectativas sejam guiadas por essa sinalização. (YELLEN, 2016). Com a pandemia gerando incerteza e retração econômica, o BC sinalizou em seus comunicados que a Selic permaneceria baixa por um período maior, mesmo que a inflação aumentasse um pouco. O objetivo era encorajar empresas e consumidores a tomarem empréstimos, investindo e movimentando a economia.

Ainda que não tenha havido mais reduções e a política do BC tenha continuado com o mesmo norte, as atas do segundo semestre de 2020 revelam uma trajetória gradual de mudança na postura da autoridade monetária nacional. Em um contexto de incerteza elevada devido à pandemia da COVID-19, o Banco Central optou por manter a taxa básica de juros Selic em 2,00% a.a. em todas as reuniões analisadas. Na reunião de 15 de julho, o Copom reconheceu a recuperação desigual da atividade econômica, mas ponderou que o nível de ociosidade e as expectativas de inflação ainda justificavam a manutenção do estímulo monetário, também destacando a importância das reformas e ajustes fiscais para a recuperação sustentável da economia. Em 16 de setembro, o Copom revisou a projeção de inflação para 2020 para cima, mas manteve a Selic inalterada, inclusive argumentando que a elevação da

inflação era temporária e que o nível de ociosidade ainda era elevado. Em 15 de dezembro, o Copom também reiterou a importância das reformas e ajustes fiscais e alertou para os riscos fiscais. O Comitê reconheceu a melhora nas expectativas de inflação, mas manteve a Selic em 2,00% a.a., citando a persistência da incerteza e a necessidade de estimular a atividade econômica (COPOM – ata 235, 12/2020). Em suma, as atas do Copom do segundo semestre de 2020 demonstram resistência do Banco Central em relação à normalização da política monetária. Segundo o Copom, a manutenção da Selic em níveis excepcionalmente baixos refletia a necessidade de conciliar o combate à inflação com o apoio à recuperação da atividade econômica em um contexto de incerteza elevado.

Em 2021 houve mudanças cruciais para entender as decisões das principais economias, dos agentes do mercado e, sobretudo, do Banco Central. Se, por um lado, a expectativa era de recuperação guiada pelos estímulos fiscais dos países desenvolvidos, e pela imunização em massa, por outro o surgimento de novas cepas do vírus e aumento da inflação com expectativa duradoura nas economias desenvolvidas provocaram questionamentos e revisão nos preços dos ativos financeiros, tornando o ambiente mais incerto para economias emergentes.

No Brasil, o BC considerava que seus principais indicadores - como as expectativas de inflação de longo prazo e a manutenção do regime fiscal - surpreendiam positivamente, entretanto, esses dados não capturavam os efeitos do até então recente aumento no número de casos de Covid-19 e suas variantes, deixando o ambiente com incertezas acima do usual (COPOM – ata 236, 01/2021). Dessa forma, o Copom optou por manter a Selic em 2,00% a.a, preservando o estímulo monetário. Entretanto, apesar da decisão unanime, pela primeira vez desde 2020 é mencionado que alguns membros questionaram o estímulo monetário, visto que segundo estes

desde a reunião do Copom de maio de 2020 [...] observou-se a inversão do choque desinflacionário ocorrido nos primeiros meses do ano, a reversão da trajetória de queda das expectativas de inflação e a redução da ociosidade econômica, aproximando a projeção do cenário básico da meta de inflação no horizonte relevante (Copom – ata 236, p.3, 01/2021)

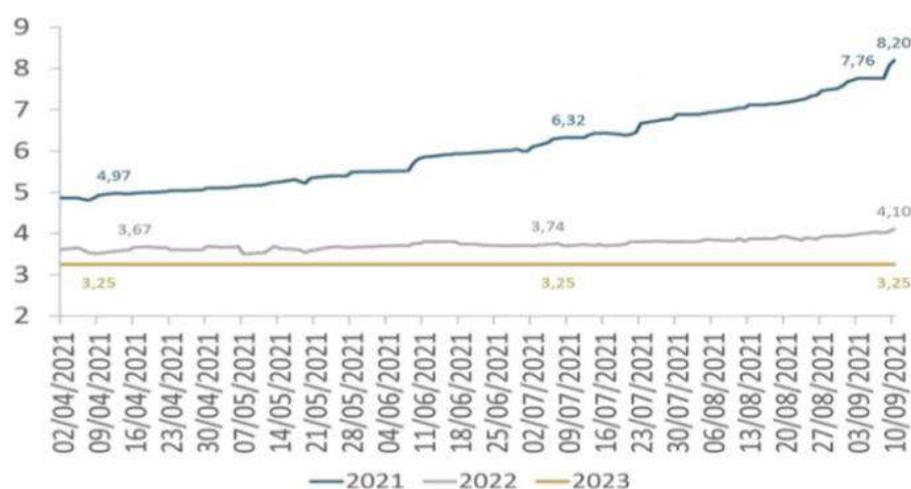
Nessa mesma linha, o forward guidance, que até então comunicava o juro baixo por um período extenso a fim de estimular a oferta de crédito deixou de existir, uma vez que a expectativa de inflação e a projeção de inflação deixaram de ser compatíveis com a Selic muito baixa. Como o forward guidance limitava a rapidez do BC pra agir contra a inflação e o cenário demandava mais flexibilidade, este parou de fazer sentido.

Conseqüentemente, na reunião seguinte, dos dias 16 e 17 de março, ocorreu a primeira elevação da taxa Selic desde 2015, em 0,75 ponto percentual, para 2,75% a.a, iniciando, segundo o Copom, o processo de normalização da política monetária. A principal preocupação naquele momento, a inflação, estava acima do intervalo compatível com a meta para 2021, assim como as expectativas de inflação para 2021 e 2022. A alta dos preços das commodities internacionais estava pressionando a inflação, mesmo que o Copom acreditasse que esses choques seriam temporários (COPOM – ata 237, 03/2021). O Copom anteviu a continuação do processo de normalização na próxima reunião, com outro ajuste de 0,75 ponto percentual, e assim o fez. Na 238ª reunião, dos dias 4 e 5 de maio, a Selic chegou em 3,50% a.a., sob o pretexto, já enfatizado anteriormente, de controle da inflação – com os preços das commodities seguindo em elevação – mas com otimismo demonstrado na ata, que revelava confiança na recuperação da economia brasileira. As reuniões de 15 e 16 de junho seguiram linhas parecidas, tanto na decisão, que seguiu em aumento de 0,75 ponto percentual, como na motivação, sendo a permanência na pressão inflacionária, em especial na indústria, a principal destas. Apesar da lentidão da recuperação, que motivou a elevação para 4,25% a.a, o Copom seguiu acreditando que a recuperação se daria no segundo semestre, com o avanço da vacinação. (COPOM – ata 238, 06/2021).

A principal diferença, provavelmente, das atas que se seguiriam é justamente sobre a perspectiva de comportamento da inflação. Ao final de Julho e início de Agosto, o cenário continuava com inflação de combustíveis (4,84%) e alimentos (1,31%) alta e com crescimento da atividade econômica, além disso, a persistência da pressão inflacionária, agora também em serviços, e a piora

recente em componentes inerciais da inflação<sup>9</sup> fizeram o Copom acelerar o ajuste de normalização da taxa, elevando-a em 1%. A 241ª reunião, de Setembro, repetiu o ritmo de ajuste da taxa Selic, que chegou em 6,25% a.a. Outra mudança de perspectiva foi dada no que diz respeito ao emprego, com níveis da força de trabalho e população ocupada consideravelmente abaixo do período pré-pandêmico, ainda que em recuperação. A ata ressaltou, pela primeira vez desde 2019, que o atual estágio do ciclo de ajustes está sendo dado por uma política monetária “efetivamente contracionista” até o patamar acima do juro neutro, visando obter projeções para a inflação em torno da meta no horizonte relevante de política monetária (COPOM – ata 241, 09/2021).

Gráfico 4 – Expectativas de inflação (em %) no período 2021 – 2023:



Fonte: Bastos (2021)

Um maior ajuste foi feito nas últimas duas reuniões do ano, com um cenário de recuperação econômica mais fraca do que o previsto, com uma inflação ainda persistente e acima da meta, e um alegado aumento dos riscos fiscais. Em resposta, o Banco Central decidiu acelerar o ritmo de ajuste da taxa Selic, elevando-a em 1,50 ponto percentual para 7,75% a.a. Apesar da atividade

<sup>9</sup> Para a tese inercialista, existem componentes em processos inflacionários crônicos que se reproduzem em função das próprias tendências e outros responsáveis por “choques”. No caso do componente chamado de “tendência”, este se retroalimenta de maneira estável, de período a período pelo simples fato de ter havido inflação no momento anterior, e segue no mesmo ritmo de aceleração dos preços nos períodos posteriores. É deste fenômeno que surge a palavra “inercial” (Grandi, G, 2021).

Apesar do Copom citar a ideia de “componentes inerciais da inflação”, não especifica quais seriam esses, nem faz maiores referências à teoria.

econômica brasileira crescendo naquele momento, se fazia num ritmo menor do que previsto anteriormente. Os indicadores de produção industrial e comércio mostraram resultados negativos, e o Copom revisou para baixo suas projeções de crescimento para 2021 e 2022, e elevou as expectativas de inflação para 2021 e 2022. Por fim, a ata 243 de dezembro trouxe uma perspectiva similar, destacando que o PIB do terceiro trimestre teria sido aquém do esperado, a inflação persistia mais do que o antecipado. Outra preocupação insistente do Copom era o suposto aumento dos riscos fiscais. Apesar do até então desempenho positivo das contas públicas para o comitê, surgiram questionamentos sobre o futuro do arcabouço fiscal, o que elevou os prêmios de risco e o risco de desancoragem das expectativas de inflação. Por fim, o Copom elevou a taxa básica de juros novamente em 1,50 ponto percentual, fechando o ano em 9,25%.

## **8 A arriscada e desastrosa aposta do Banco Central**

As ações do BC na pandemia foram objeto de estudo e críticas de economistas de diversas áreas, principalmente da considerada “heterodoxia” econômica. No caso do presente artigo, podemos sintetizar a fundamentação de diversas escolas no que ficou conhecido como “crítica heterodoxa”, com ênfase na MMT. Lara (2021) destacou que, ainda nos anos que antecederam a pandemia, desde o período 15-16, ocorreu uma queda brusca do poder de barganha dos assalariados, que por sua vez refletiu no baixo crescimento dos salários nominais, componente fundamental e que, em partes, explica a queda da inflação. Em outras palavras, “as condições favoráveis” supracitadas pelo Banco Central para realizar o ciclo de ajustes de queda do juros, só foram possíveis pelas altas taxas de desemprego, subutilização da força de trabalho e deterioração do poder de barganha ocasionados pelas políticas pré-2019. Além disso, as baixas taxas norte-americanas no período acabaram por diminuir o chamado “piso”<sup>10</sup> para a Selic, dando margem para a redução da

---

<sup>10</sup> Algumas abordagens consideram a existência de uma taxa segura, ou um nível mínimo de até onde se pode reduzir a Selic sem produzir uma desvalorização cambial no curto prazo. Esse piso varia dependendo do contexto em que o BC está inserido, como por exemplo os juros estadunidenses, ou condições endógenas, como o volume de reservas. No contexto pandêmico, a opção do BC de mantê-la abaixo do piso até os primeiros meses de 2021 é entendida pelos autores como uma das causas da forte desvalorização no período.

taxa nominal de juros sem que isso ocasionasse, a priori, uma fuga de capital e consequente desvalorização cambial.

Nessa lógica, o principal problema inflacionário foi justamente o BC ter realizado reduções bruscas na taxa de juros desde 2019, de maneira que ficasse num nível inferior ao piso a partir de 2020, por volta de 12 meses, conforme visto anteriormente. A consequência dessas ações se deu por uma extrema desvalorização do câmbio (gráfico 6), seguido de uma forte pressão inflacionária. A relação entre câmbio e juros se dá, nesse caso,

majoritariamente via fluxo de capitais de curto prazo. Esses fluxos buscam maiores retornos no mercado internacional de ativos. Do ponto de vista prático, respondem à diferença entre a taxa de juros doméstica ajustada pelo prêmio de risco e a taxa de juros internacional e também à expectativa de desvalorização cambial (Braga et al, p3, 2021).

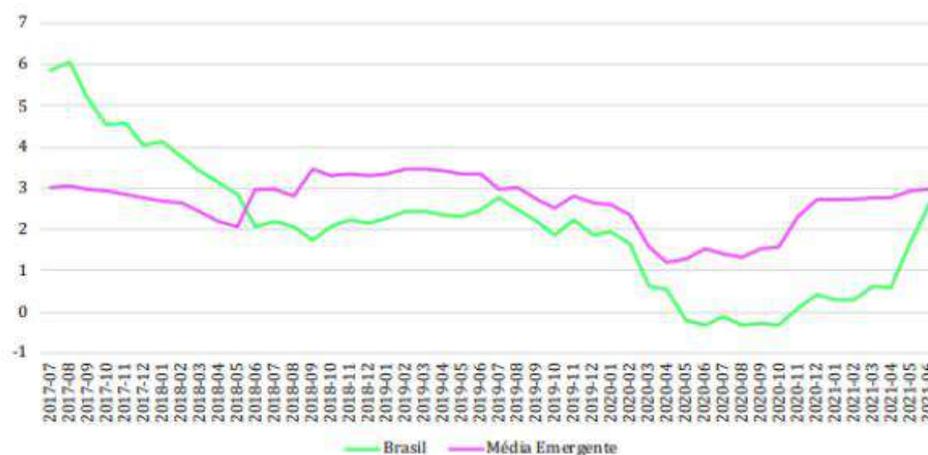
Ainda estes mostram que ao longo da pandemia o diferencial de juros ajustado ao risco Brasil foi inferior à média dos países emergentes (gráfico 7), e que a desvalorização desproporcional da taxa de câmbio brasileira até março de 2021, portanto, se deveu essencialmente ao patamar exageradamente baixo de nossa taxa básica de juros no período. Este fator, aliado com a queda nos preços das commodities - ainda nos primeiros meses da pandemia - acabou por desvalorizar ainda mais a moeda de países emergentes. Importante ressaltar que, ainda que uma brusca valorização do dólar frente a moeda nacional beneficie a rentabilidade das exportações, via de regra encarece os insumos importados, aumentando os custos de produção que, comumente repassados aos preços finais, geram pressões inflacionárias, conforme detalhado abaixo.

Gráfico 5 – Diferencial de Juros e Variação Cambial



Fonte: Braga et al (2021)

Gráfico 6 – Diferencial de Juros Brasil e Média Emergente (Taxa – (FFR +CDS))

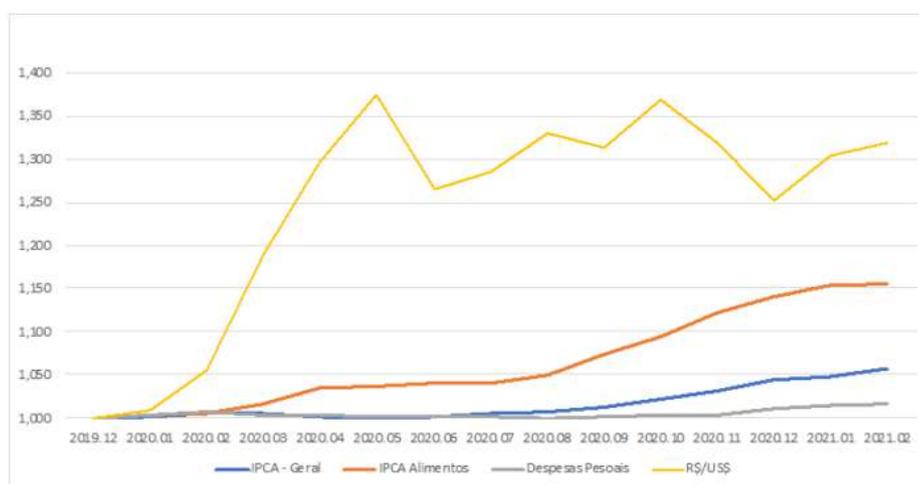


Fonte: Braga et al (2021)

Enquanto o Banco Central tratava o ciclo de cortes como uma política estimulativa e esperava com esta deixar o crédito mais barato, a fim de conter o até então esperado efeito deflacionário pelos choques de produção e consumo, economistas heterodoxos alertavam que, nesse cenário, tamanho decréscimo dos juros não só não solucionava essa carência de oferta, uma vez

que não restabeleceu o acesso/expansão do crédito, e retomada do investimento e consumo no Brasil, e seguia tanto por não ter uma demanda reestabelecida quanto pelos riscos envolvidos inviabilizarem um barateamento real do crédito, além de desestabilizar o câmbio, oferecendo um alto risco inflacionário (CONCEIÇÃO E VILLELA, 2021). Afinal, para estes, o motivo para a queda no investimento e consumo era o cenário depressivo da pandemia e não juros supostamente elevados. Desta forma, as consequências se deram por uma expressiva alta dos preços das commodities em reais – como alimentos e combustíveis – (gráfico 7) e, por sua vez, uma redução ainda maior no poder de compra da população - fatores que já seriam previsíveis na pandemia - mas que foram severamente amplificados. Além disso, para Braga e Serrano (2020) essas desvalorizações cambiais “diminuem o poder de compra do rendimento do trabalho e encarecem as importações de insumos intermediários ou finais, inclusive do próprio setor de saúde, historicamente conhecido como um setor cujo custo é dolarizado”, além de prejudicar as empresas endividadas em dólar.

Gráfico 7 – Câmbio e Inflação acumulados (Dez/2019 = 1)



Fonte: Conceição, D.; Villella, C (2021)

Passado o momento mais crítico de incertezas no primeiro ano pandêmico, onde naturalmente se justificaria uma preferência e fuga de capitais para moedas menos líquidas, a expectativa, conforme supracitada nas atas do Copom, se dava por um arrefecimento da pressão cambial-inflacionária no curto/médio prazo, sobretudo aliado a recuperação dos preços das

commodities. Contudo, o que observou-se foram novas desvalorizações até o primeiro semestre de 2021 (gráfico 6). Lara (2022) assinala que “a decisão de manter a taxa básica de juros em patamar inferior aos indicadores de risco externo durante vários meses implicou em rompimento de um mecanismo estabilizador entre os preços internacionais de commodities e a taxa de câmbio nominal.” Ou seja, ainda que num primeiro momento a desvalorização do preço das commodities tenha pressionado a o câmbio para baixo, o inverso – que naturalmente seria observado a medida que os preços fossem se recuperando – não ocorreu, mesmo com a valorização das commodities a partir do segundo semestre de 2020.

Em contrapartida, pouco antes de meados de 2021, mais especificamente entre abril e maio, o que observou-se foi uma valorização da moeda nacional. Essa valorização do Real, se deu como fruto da própria atuação do Banco Central (Braga et al, 2021). Dentre as políticas utilizadas destaca-se os Swaps, onde o governo cobre uma valorização repentina da moeda, protegendo o investidor dentro da margem acordada. De maneira geral, funciona como um contrato derivativo onde o BC se expõe de maneira semelhante a estar vendido em dólar, portanto, se o dólar se valoriza, o governo se encarrega com a oscilação (pagando a outra parte). Do contrário, quem arca é o investidor. Além disso, os contratos de swap normalmente são acrescidos de uma outra taxa, o “cupom cambial”, saldado pelo Banco Central à outra parte para além da variação já acordada e pela taxa Selic, paga pelo investidor ao Bacen referente à rentabilidade acumulada no período. Entretanto, uma desvalorização voltou a ocorrer já em Julho e, dentre oscilações positivas e negativas, encerrou o ano na cotação de R\$5,58, patamar similar a Abril.

Observa-se que, ao contrário do que defendeu o Copom, a atuação na pandemia não deveria ter se dado pelo ciclo de cortes. A este caberia a avaliação da taxa de juros interna em relação à externa, de maneira a trabalhar com um diferencial positivo de juros, de modo a compensar o prêmio de risco (BRAGA E SERRANO, 2020). Dessa forma, poderia-se até buscar uma eventual redução da Selic, “mas de modo a evitar fugas de capitais e depreciações abruptas, ou seja, ponderando as taxas externas – sobretudo a dos EUA –, o risco soberano brasileiro e as expectativas de depreciação do

Real” (Pimentel e Martins, p.7, 2020). Discordando do Copom, Lara (2021) sugere que se o Bacen tivesse seguido essa margem e a desvalorização cambial estivesse no patamar dos demais países emergentes, ao final de julho de 2021 a alta dos preços das commodities em reais (que já existiriam) seriam substancialmente menores, aproximadamente 33% em comparação com jan/2019, muito abaixo dos 82% vigentes. Num modelo que até então deveria se guiar pelo combate e estabilização da inflação, a lógica se mostrou subvertida, com esta sendo agravada pela própria autoridade monetária.

Existia ainda, por parte do Banco Central e de setores do governo, o receio de que a expansão deficitária do gasto público gerasse inflação, entretanto, Pimentel e Martins (2020), reforçam que essa ideia é infundada, visto que num cenário pandêmico a economia está longe da plena utilização de seus recursos, que gerariam esta inflação de demanda. A inflação, por sua vez, ocorreu não por excesso de demanda, mas no cenário mais perverso possível aos mais pobres, deteriorando os objetos mais básicos da cesta de consumo. Em contrapartida, o respiro que os setores menos abastados da sociedade tiveram de maneira nenhuma se deu pelo crédito barateado a juros baixos, e sim por políticas de outros órgãos governamentais, como o auxílio emergencial.

## **9 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Até o presente momento, observou-se como a política monetária segue sendo objeto de discussão entre economistas e como esta continua se desenvolvendo ao longo do tempo, aglutinando diversos elementos de novas escolas, correntes de pensamento e convergindo no que hoje se entende como Novo Consenso Macroeconômico. Ainda sim, devido a certa inflexibilidade, vemos o negligenciamento de certas teses que, ainda que existam academicamente, não possuem o devido espaço no mainstream e no grande debate público. Muitos destes economistas, hoje conhecidos como “heterodoxos”, realizaram previsões e análises assertivas no contexto pandêmico, e poderiam ter levado a situação da economia e famílias brasileiras a um norte mais otimista naquele momento, se fossem melhor levados em consideração.

Para a posteriori, boa parte dos autores identificados com a heterodoxia nacional continuam reforçando a importância de reformas estruturais – não as

mesmas referidas nas atas do Copom – e sim aquelas possam ter como norte uma indústria nacional forte, sobretudo de bens produtivos, mudança no perfil tributário pra uma estrutura progressiva com elevação dos impostos sobre renda e a valorização da agricultura familiar, visando abastecer o mercado doméstico, e, dessa forma, contribuindo para que possam tornar o país menos refém do dólar, do capital especulativo como um todo e fortificando nossas bases para eventuais futuras calamidades.

## REFERÊNCIAS

- Aoun, S. **As Mudanças no Câmbio e nos Juros, Brasil, 1994-2006**. IEA-SP, 2007. Disponível em:  
<http://www.iea.sp.gov.br/out/verTexto.php?codTexto=8984>
- Barbosa, F. d. H e Custódio. **A Taxa de Juros Natural e a Regra de Taylor no Brasil: 2003-2015**. Oct- Dez, 2016.  
 Disponível em:  
<https://www.scielo.br/j/rbe/a/ZyWj8JpYnVKNfbVnSKXxwVm/?lang=pt#>
- Barboza, R. **Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil**, 2015.  
 Disponível em:  
<https://www.scielo.br/j/rep/a/3vqqzfLtzWfHxS7LZndgP5f/?lang=pt&format=pdf>
- Barros, G. **A polêmica sobre a taxa de juros no Brasil**. Esalq- USP. 25 de maio de 2023.  
 Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/opinia-o-cepea/a-polemica-sobre-a-taxa-de-juros-no-brasil.aspx>
- Bastos, Estêvão Kopschitz Xavier. **Boletim de expectativas – Setembro de 2021**. Carta de conjuntura, n. 52, nota de conjuntura 27. Instituto De Pesquisa Econômica Aplicada – Ipea, 2020.
- Blanchard, O. J. **Is there a core of usable macroeconomics?** The American Economic Review, v. 87, n. 2, May 1997.
- Blanchard, O. J. **Neoclassical synthesis**. The World of Economics, 1991.
- Braga, J.; Serrano, F. **Juros e Câmbio: já temos problemas suficientes**. Grupo de Economia Política da UFRJ. 15 de abril de 2020.  
 Disponível em: <https://www.excedente.org/blog/juros-e-cambio-jatemos-problemas-suficientes/>
- Braga, J.; Toneto, R.; Carvalho, L. **A montanha-russa do câmbio: o que explica a desvalorização e a valorização do Real durante a pandemia?** Centro de Pesquisa em Macroeconomia das Desigualdades, USP. Notas de Política Econômica, n. 12, 2021.
- Banco Central Do Brasil. **Nota informativa**, 3 de setembro de 2020.  
 Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2020/ni-em-defesa-do-teto-de-gastos.pdf>
- Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 224ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, julho de 2019.  
 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/31072019>
- Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 225ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do

Brasil, setembro de 2019.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/18092019>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 226ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, outubro de 2019.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/30102019>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 227ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, dezembro de 2019.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/30102019>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 228ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, fevereiro de 2020a.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05022020>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 229ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, março de 2020.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/18032020>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 230ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, abril/maio de 2020.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/06052020>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 231ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, junho de 2020.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/17062020>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 232ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, agosto de 2020.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05082020>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 233ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, setembro de 2020.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/16092020>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 234ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, outubro de 2020.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/28102020>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 235ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do

Brasil, dezembro de 2020.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/09122020>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 236ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, janeiro de 2021.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/20012021>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 237ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, março de 2021.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/17032021>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 238ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, maio de 2021.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05052021>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 239ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, junho de 2021.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/16062021>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 240ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, agosto de 2021.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/04082021>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 241ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, setembro de 2021.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/22092021>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 242ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, outubro de 2021.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/27102021>

Comitê de Política Monetária – COPOM. **Ata da 243ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil, dezembro de 2021.

Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/08122021>

De Paula, Luiz Fernando. **Uma avaliação do regime de metas de inflação**. Brasil Debate, 3 de Setembro de 2014.

Disponível em: <https://brasildebate.com.br/uma-avaliacao-do-regime-de-metas-de-inflacao/>

Fonseca, M; Peres, S; Araújo, E. **Regime de metas de inflação: análise comparativa e evidências empíricas para países emergentes selecionados**, 2016.

Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rec/a/WNfVVz6nxdYJGMbhGnxWYbq/?lang=pt>

Garcia, M. **Public debt management, monetary policy and financial institutions**, 2002.

Disponível em:

[https://www.researchgate.net/publication/24124223\\_Public\\_debt\\_management\\_monetary\\_policy\\_and\\_financial\\_institutions](https://www.researchgate.net/publication/24124223_Public_debt_management_monetary_policy_and_financial_institutions)

Giambiagi, Fabio; Villela, André; De Castro, Lavinia Barros; Hermann, Jennifer. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2010)** 2.ed. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2011.

Goodfriend, M.; King, R. G. **The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy**. In: BERNANKE, B.; ROTEMBERG, J. NBER Macroeconomics Annual The MIT Press, Jun. 1997.

Gonçalves, F; Holland, M; Spacov, A. **“Can jurisdictional uncertainty and capital controls explain the high level of real interest rate in Brasil? A Panel Analysis”**. Revista Brasileira de Economia, v. 61, 2007.

Grandi, G. **Revisitando o Tema da Inflação Inercial no Brasil dos Anos 1980**, 2021.

John R. Hicks et al. **Classics and Moderns, Collected Essays**, 1976.

Lara, Fernando. **A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 2. Brasil, setembro de 2021.

Disponível em: <https://sul21.com.br/opiniao/2022/02/a-gestao-da-politica-monetaria-e-a-elevacao-da-rentabilidade-do-capital-no-brasil-por-fernando-maccari-lara/>

Lara, Fernando. **A gestão da política monetária e a elevação da rentabilidade do capital no Brasil**. Sul21, 2022.

Disponível em: <https://sul21.com.br/opiniao/2022/02/a-gestao-da-politica-monetaria-e-a-elevacao-da-rentabilidade-do-capital-no-brasil-por-fernando-maccari-lara/>

Lara Rezende. **Juros e Conservadorismo Intelectual**, 2017.

Disponível em: <https://iepecdg.com.br/artigos/juros-e-conservadorismo-intelectual/>

Licha, A. **Macroeconomia do Novo Consenso**, em **Escolas da Macroeconomia**. p.57, 2015

Luiz Martins Lopes e Marco Antônio Sandoval de Vasconcellos. **Manual de Macroeconomia**. Atlas, 1997.

MISHKIN, F. S. **Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis**.

Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), p.3, 2011. (Working Paper, 16755)

N. Gregory Mankiw and David Romer. **New Keynesian Economics – Vol. 1: Imperfect Competition and Sticky Prices**, 1991.

Olivier Blanchard and David R. Johnson. **Macroeconomics**, 2003.

Palma, A; Portugal, M: **Análise empírica da formação de expectativas de inflação no Brasil: uma aplicação de redes neurais artificiais a dados em painel**. Revista de Economia Contemporânea, 2009.

Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rec/a/tkTXBq4j8DMG4v4dZMw3QBm/?lang=pt>

Pimentel, K; Martins, N: **Financiamento do gasto público, controle da(s) taxa(s) de juros e a dívida pública**. Grupo de Economia do Setor Público da UFRJ, 05/2020.

Ricard T. Froyen. **Macroeconomics**, 2002.

Rocha, F; Silva, E. **Teoria fiscal do nível de preços: um teste para a economia brasileira no período 1966-2000**, 2004.

Sicsú, J - **Keynes e os Novos-keynesianos**, 1999.

Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/9t89Chy9ZCV4dW5XBHs6vgP/>

Silva, M. **Plano Real e âncora cambial**. Revista de economia política, vol 22, Jul – Set 2002.

Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/PbxtzNVZvNwcVcRVfdJqkgj/>

Teixeira, A; Missio, F. **O "novo" consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa**, 08/2011.

Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecos/a/zMCs6FNqQf85C8q8jNFwmtF/>

Wilher, V. **Os juros brasileiros em comparação aos de outros países emergentes**. Análise Macro, 10 de agosto de 2016.

Disponível em: <https://analisemacro.com.br/economia/politica-monetaria/os-juros-brasileiros-em-comparacao-ao-de-outros-paises-emergentes/>

Yellen, J. **“Many targets, many instruments: where do we stand?”**, in **“What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis”**, Akerloff, G;

Olivier, B; Romer, R e Stiglitz, J, 2016.