

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO CENTRO-OESTE, UNICENTRO

SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS, SESA

CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS, DECON

JONAS SAMUEL LOPES

**OS FATORES DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS NO BRASIL A PARTIR
DE 1970 ATÉ 2024**

**Guarapuava/PR
2025**

JONAS SAMUEL LOPES

**OS FATORES DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS NO BRASIL A PARTIR
DE 1970 ATÉ 2024**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Centro-Oeste, UNICENTRO, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em ciências econômicas, sob orientação do Prof.: Ricardo Andrés Cifuentes Silva.

**Guarapuava/PR
2025**

JONAS SAMUEL LOPES

**OS FATORES DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS NO BRASIL A PARTIR
DE 1970 ATÉ 2024**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Centro-Oeste – UNICENTRO, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Ricardo Andrés Cifuentes Silva
Orientador

Prof. Dr. Eduardo Lopes Marques
Avaliador

Profa. Dra. Zoraide da Fonseca Costa
Avaliador

Aprovado em: 12/11/2025

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pela força, sabedoria e perseverança que me sustentaram em todos os momentos desta caminhada. Sem Sua presença e direção, este trabalho e toda a trajetória acadêmica não seriam possíveis.

À minha família, por todo o amor e incentivo durante os desafios desta jornada. Em especial, à minha esposa, companheira incansável, por sua paciência, apoio e por compartilhar comigo cada etapa dessa caminhada, mesmo nos momentos mais difíceis.

Destaco também minha sincera gratidão ao meu professor orientador Ricardo, pela dedicação, pela confiança e pelas valiosas orientações que nortearam o desenvolvimento deste trabalho. Estendo meus agradecimentos a todos os professores do curso, que contribuíram com seus ensinamentos, exemplos e estímulo ao pensamento crítico, fundamentais para minha formação acadêmica e pessoal.

Por fim, agradeço a todos que, de alguma forma, participaram desta trajetória e contribuíram para que este projeto se tornasse realidade.

RESUMO

Esta monografia tem como objetivo analisar os fatores determinantes da taxa de juros no Brasil entre 1970 e 2024, considerando sua relação com as principais variáveis macroeconômicas (inflação, produto e emprego) e as transformações teóricas e institucionais ao longo do período. Parte-se da hipótese de que, embora a taxa de juros tenha se consolidado como o principal instrumento de controle inflacionário, sua eficácia permanece limitada diante de condicionantes estruturais, como desequilíbrios fiscais, dependência cambial e rigidez produtiva. A pesquisa, de natureza qualitativa e caráter histórico-descritivo, baseou-se em revisão bibliográfica e documental, com apoio em autores clássicos e contemporâneos da teoria econômica, além de dados secundários do Banco Central, IBGE e IPEA. A análise foi organizada em blocos temporais que demonstram a transição institucional da política monetária: o período de 1970 a 1986, marcado pelo desenvolvimentismo e pela indexação via ORTN, que, embora tenha estabilizado expectativas, reforçou a inflação inercial; o intervalo de 1986 a 1996, caracterizado pelos planos heterodoxos que buscaram romper a inércia inflacionária; e o ciclo pós-1996, no qual a política monetária passou a operar sob o tripé macroeconômico, composto por metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário, tendo a Selic como referência. Os resultados indicam que, nas primeiras décadas, predominou o pensamento estruturalista, com forte atuação estatal, enquanto a partir dos anos 1990 a política passou a refletir fundamentos Novo-Keynesianos, baseados no controle da demanda agregada via juros. Apesar da estabilidade conquistada, os custos em termos de crescimento e emprego permaneceram elevados, evidenciando a rigidez estrutural e social da economia brasileira. Conclui-se que a taxa de juros é essencial à estabilidade de preços, mas limitada como instrumento isolado, exigindo coordenação entre política fiscal e monetária. A amplitude temporal do estudo e o acesso restrito a documentos oficiais anteriores à digitalização são reconhecidos como limitações, recomendando-se que futuras pesquisas, com recortes mais específicos, explorem a relação entre política de juros, desenvolvimento e bem-estar social.

Palavras-chave: política monetária; taxa de juros; inflação; desenvolvimento.

ABSTRACT

This monograph aims to analyze the determining factors of the interest rate in Brazil between 1970 and 2024, considering its relationship with the main macroeconomic variables — inflation, output, and employment — as well as the theoretical and institutional transformations that occurred throughout this period. The study is based on the hypothesis that, although the interest rate has become the main instrument of inflation control, its effectiveness remains limited due to structural constraints such as fiscal imbalances, exchange rate dependence, and productive rigidity. The research, qualitative in nature and historical-descriptive in approach, was based on bibliographical and documentary review supported by classical and contemporary economic authors, in addition to secondary data from the Central Bank of Brazil, IBGE, and IPEA. The analysis was organized into temporal blocks that illustrate the institutional transition of monetary policy: the period from 1970 to 1986, marked by developmentalism and indexation through the ORTN, which, although it stabilized expectations, reinforced inertial inflation; the period from 1986 to 1996, characterized by heterodox plans that sought to break inflationary inertia; and the post-1996 cycle, in which monetary policy began to operate under the macroeconomic tripod composed of inflation targeting, floating exchange rate, and primary surplus, with the Selic rate as the main reference. The results indicate that, in the early decades, structuralist thinking prevailed, with strong state intervention, while from the 1990s onward, policy increasingly reflected New Keynesian principles, focused on controlling aggregate demand through interest rates. Despite the stability achieved, the costs in terms of growth and employment remained high, highlighting the structural and social rigidity of the Brazilian economy. It is concluded that the interest rate is essential to price stability but limited as an isolated instrument, requiring coordination between fiscal and monetary policy. The broad temporal scope of the study and restricted access to official documents predating digitalization are recognized as limitations, suggesting that future research with more specific timeframes should explore in greater detail the relationship between interest rate policy, development, and social welfare.

Keywords: monetary policy; interest rate; inflation; development.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 REFERENCIAL TEÓRICO	11
2.1 Principais desajustes macroeconômicos	12
2.2 Diferentes abordagens sobre a determinação da taxa de juros	15
2.2.1 Abordagem clássica.....	15
2.2.2 Abordagem dos Neoclássicos sobre taxa de juros	16
2.2.3 Visão Marxista: juros como renda improdutiva e crise do capital	17
2.2.4 Keynesianos: taxa de juros como expressão da preferência pela liquidez	21
2.2.5 Pós-Keynesianos: instabilidade financeira e papel do Estado	23
2.2.6 Abordagem dos estruturalistas	25
2.2.7 Abordagem Novo-Keynesiana na Política Econômica e Monetária	27
2.3 Economias e suas abordagens frente a taxa de juros	28
3 METODOLOGIA	32
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES	34
4.1 O período de 1964 a 1986 - estabilização via indexação ao impasse da inflação inercial	34
4.1.1 Os Planos Nacionais de Desenvolvimento 1972-1979	37
4.1.2 Resultados e consequências econômicas	38
4.2 Transição monetária, hiperinflação e tentativas de estabilização (1986-1996)	40
4.2.1 A evolução dos indexadores e a persistência da Inércia inflacionária	41
4.2.2 O Plano Real	43
4.2.3 Consolidação e desafios do Plano Real	44
4.3 Transição institucional e consolidação da política monetária (1996-2004)	45
4.4 Consolidação do ciclo de expansão com estabilidade (2005-2008)	47
4.5 A resposta do Brasil à crise internacional: política monetária anticíclica e recuperação econômica (2008–2010)	49
4.6 Da Estabilidade à desaceleração: política monetária, inflação e mercado de trabalho (2011-2015)	50
4.7 A recessão e o colapso da atividade econômica (2015-2016)	51

4.8 Recuperação, choque da pandemia e reconfiguração econômica (2017-2021)	53
4.9 O retorno do Aperto monetário e o desafio da convergência inflacionária (2022-2024)	55
4.10 Séries históricas	56
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
REFERÊNCIAS	67

1 INTRODUÇÃO

Em sua trajetória de desenvolvimento recente, a economia brasileira passou por ciclos de crescimento, estagnação e instabilidade, especialmente inflação. A partir da década de 1970, com a formulação dos Planos Nacionais de Desenvolvimento (PND I e PND II), o país embarcou em uma série de tentativas de orientação estratégica da economia, conforme analisado por Tavares (1998), visando modernizar a indústria, expandir a infraestrutura e acelerar o crescimento. Embora arrojados, esses planos foram formulados tendo por base uma forte intervenção estatal e a dependência de financiamento de crédito interno e externo o que acabou levando a sérios desequilíbrios macroeconômicos como inflação em constante aumento.

Nas décadas seguintes, o país enfrentou sucessivas tentativas de estabilização, que combinaram políticas ortodoxas e heterodoxas, mas com resultados temporários. Em 1994, o Plano Real inaugurou uma nova etapa ao promover a reconstrução dos instrumentos de política econômica e reduzir a inflação de forma duradoura. A partir de 1999, consolidou-se o tripé macroeconômico com metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante, que elevou a taxa de juros (Selic) ao papel de principal instrumento de estabilização. Desde então, a política monetária tem buscado controlar pressões inflacionárias, ao mesmo tempo em que convive com desafios como tensões fiscais, aumento da dívida pública, choques externos e, mais recentemente, os efeitos econômicos da pandemia de COVID-19.

Conforme destaca Resende (2017), o uso recorrente da taxa de juros como principal ferramenta de controle inflacionário tem revelado limites importantes, especialmente em um contexto de baixo crescimento e elevado endividamento público. Além disso, o debate sobre o papel do Estado as reformas estruturais e a eficácia das políticas monetária e fiscal continua em pauta, Bresser-Pereira (2008) destaca que a estabilidade macroeconômica é fundamental para o desenvolvimento econômico, através do equilíbrio entre o crescimento econômico, estabilidade fiscal, controle da inflação por meio da principal ferramenta política monetária, a taxa de juros.

O problema da pesquisa se resume em quais foram os fatores de determinação da taxa de juros no Brasil desde 1970 e como a taxa de juros pode ter afetado as variáveis macroeconômicas (produção, inflação e emprego).

A presente pesquisa visa contribuir com a compreensão dos objetivos da política monetária, especialmente da política de juros como instrumento de estabilidade macroeconômica, principalmente em um país com histórico inflacionário como o Brasil.

A hipótese que compõe essa pesquisa é a de que, embora a taxa de juros tenha sido consistentemente utilizada como principal instrumento de controle da inflação no Brasil pelos diferentes governos, sua eficácia foi limitada em diversos momentos históricos devido à presença de outros fatores estruturais e conjunturais, como desequilíbrios fiscais, choques externos e distorções no mercado interno. Além disso, a elevação prolongada dos juros pode ter gerado impactos adversos sobre o setor produtivo e o crescimento econômico, sobretudo em contextos de baixa coordenação entre as políticas fiscal e monetária.

O objetivo geral da pesquisa é analisar de forma histórica os fatores de determinação da taxa de juros desde os anos de 1970 até 2024, e seus efeitos sobre as principais variáveis macroeconômicas (produção, inflação e emprego).

Já os objetivos específicos são:

01 – Investigar o contexto econômico brasileiro a partir dos Planos de Desenvolvimento e sua relação com a taxa de juros.

02 – Identificar as principais variáveis macroeconômicas consideradas pela autoridade monetária que influenciaram a inflação ao longo das décadas.

03 – Analisar os efeitos da política de juros sobre produção, emprego e com ênfase especial em sua influência sobre o comportamento da inflação.

04 – Refletir sobre os desafios atuais da política econômica brasileira diante da busca por estabilidade de preços e crescimento sustentável.

Historicamente, a inflação tem sido um dos fenômenos macroeconômicos mais recorrentes e desafiadores da economia brasileira, afetando a distribuição de renda e aumentando a incerteza nas decisões de consumo e investimento, conforme destaca Blanchard (2011). Nesse contexto, a política monetária, especialmente por meio da elevação da taxa de juros, tornou-se o principal instrumento de contenção das pressões de demanda, ao encarecer o crédito, reduzir o nível de atividade e reforçar a credibilidade do Banco Central. Contudo, a literatura recente aponta limites importantes desse mecanismo: como argumentam Mendonça, Dezordi e Curado (2005), a taxa de juros frequentemente não consegue garantir, ao mesmo tempo, a

convergência da inflação para a meta e a manutenção do desemprego em níveis compatíveis com o produto potencial da economia.

Diante desse cenário, esta pesquisa se justifica pela importância de entender, de forma histórica e crítica, como a taxa de juros se relacionou com outras variáveis macroeconômicas no controle da inflação no Brasil. Ao analisar essa dinâmica desde os anos 1970, o estudo pretende esclarecer a evolução da política econômica e contribuir para uma melhor compreensão, por parte da sociedade, estudiosos e interessados na economia brasileira como isso afeta o dia a dia da economia bem como auxiliar no debate atual sobre os caminhos do desenvolvimento do país.

O primeiro capítulo deste trabalho apresenta os conceitos fundamentais que sustentam a análise, com destaque para a política monetária e para os principais desajustes macroeconômicos, como inflação e desemprego. Em seguida, o referencial teórico discute as diferentes escolas do pensamento econômico, sendo a clássica, neoclássica, marxista, keynesiana, pós-keynesiana, estruturalista e novo-keynesiana, destacando suas interpretações sobre a determinação da taxa de juros.

O terceiro capítulo aborda a metodologia empregada nesta pesquisa, seguido da análise dos resultados, organizada em recortes históricos que evidenciam as diversas fases da política monetária brasileira e sua interação com variáveis como crescimento, inflação e emprego. Por fim, as considerações finais sintetizam os principais achados e reflexões, discutindo os limites e os desafios da taxa de juros enquanto instrumento de estabilidade e desenvolvimento econômico no Brasil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico deste trabalho parte da compreensão de alguns conceitos fundamentais da macroeconomia, essenciais para a análise da dinâmica econômica brasileira. A taxa de juros através da política monetária constitui instrumento central de regulação do nível de atividade, influenciando o consumo, o investimento e a estabilidade dos preços. Por sua vez, os principais desajustes macroeconômicos, representados pela inflação e pelo desemprego, refletem desequilíbrios recorrentes que impactam diretamente o crescimento econômico e o bem-estar social. Assim, a definição conceitual desses elementos é indispensável para compreender tanto a formulação de políticas econômicas quanto seus efeitos sobre a trajetória da economia ao longo do tempo.

De acordo com Dornbusch, Fischer e Startz (2013), a política monetária é conduzida pelo banco central por meio de instrumentos que permitem controlar a oferta de moeda e, assim, influenciar variáveis fundamentais como o nível de atividade, o emprego e a inflação. Os autores destacam três instrumentos principais: as operações de mercado aberto, a taxa de redesconto e a exigibilidade de reservas compulsórias. Entre eles, as operações de mercado aberto constituem o mecanismo mais utilizado, dada sua flexibilidade na administração da liquidez. Através desses instrumentos, a política monetária desempenha papel crucial na estabilização macroeconômica, podendo tanto conter pressões inflacionárias quanto estimular a economia em momentos de recessão.

Blanchard (2011) corrobora com o conceito definindo duas linhas, quando há um aumento na quantidade de moeda disponível na economia, diz-se que ocorre uma expansão monetária. Por outro lado, uma redução nesse volume é chamada de contração monetária. Vasconcellos (2011) também destaca o sistema de metas de inflação, no qual se estabelece um intervalo previamente definido para a taxa de inflação futura. Esse sistema funciona como uma âncora nominal para orientar as expectativas dos agentes econômicos, sendo a taxa básica de juros o principal mecanismo utilizado pelo Banco Central para manter a inflação dentro da meta.

Para Blanchard (2011), a taxa de juros pode ser compreendida como o custo de oportunidade de utilizar recursos no tempo, desempenhando papel central nas decisões de consumo e investimento. O autor distingue entre a taxa de juros nominal, que corresponde ao valor anunciado pelas instituições financeiras sem levar em conta

a inflação, e a taxa de juros real, que resulta do ajuste da taxa nominal pela inflação esperada. Essa diferença é fundamental, pois a taxa real reflete o ganho efetivo do credor ou investidor em termos de poder de compra, sendo, portanto, a variável que efetivamente orienta as escolhas econômicas.

De acordo com Mankiw (2021), a taxa de juros é um instrumento central da política monetária para conter a inflação no curto prazo. Uma elevação nos juros tende a reduzir o consumo e os investimentos, fazendo com que a demanda agregada diminua e contribuindo para o controle dos preços. Essa relação é fundamental na formulação das decisões de política econômica, especialmente nos modelos que explicam o funcionamento da economia no curto e longo prazo.

Ao longo das últimas décadas, o Brasil enfrentou diversos episódios de inflação elevada, muitos deles associados a desequilíbrios estruturais e à fragilidade de suas instituições econômicas. Segundo Tavares (1998), a partir da década de 1970, o modelo baseado em financiamento público e endividamento externo impulsionou a inflação, principalmente quando combinado à falta de mecanismos eficazes de coordenação fiscal e monetária.

Com o agravamento da inflação nos anos 1980, o Brasil tentou adotar várias medidas para controlar os preços, mas com pouco sucesso. A partir da década de 1990, a política de juros ganhou maior importância. Para Resende (2017), a taxa de juros passou a ser usada como o principal instrumento para conter a inflação, o que ele considera uma abordagem muito rígida e, em alguns casos, ineficaz. Segundo o autor, os juros altos ajudaram a aumentar a dívida pública e dificultaram o crescimento econômico, sem garantir que a inflação fosse sempre controlada.

Resende (2017) argumenta que aumentar a taxa Selic não é suficiente para controlar a inflação, especialmente em um cenário de baixo crescimento e desequilíbrios fiscais. Os juros altos ajudaram a aumentar a dívida pública e dificultaram o crescimento econômico, sem garantir que a inflação fosse sempre controlada.

2.1 Principais desajustes macroeconômicos

Segundo Blanchard (2011), a inflação pode ser compreendida como um aumento contínuo e generalizado dos preços na economia, sendo que a taxa de inflação corresponde à velocidade com que esse nível de preços se eleva ao longo do

tempo. Mankiw (2021) complementa ainda que a inflação está diretamente ligada à teoria quantitativa da moeda, uma vez que a quantidade de moeda determina o nível de preços, e a taxa de crescimento da quantidade de moeda determina a taxa de inflação.

A inflação pode assumir diferentes formas, sendo elas a inflação de demanda, a inflação de custos e a inflação inercial. A inflação de demanda manifesta-se quando os gastos agregados da economia superam a capacidade de produção, provocando aumentos generalizados nos preços. Segundo Blanchard (2011), quando a demanda agregada ultrapassa o nível de produto compatível com o pleno emprego, instala-se uma pressão excessiva sobre os mercados, resultando em elevação contínua do nível de preços. De maneira semelhante, Mankiw (2021) observa que esse processo está associado às fases de expansão do ciclo econômico, já que estímulos monetários ou fiscais podem impulsionar consumo e investimento, deslocando a curva de demanda agregada para a direita. Para restabelecer o equilíbrio, a política monetária, por meio da elevação da taxa de juros, torna-se essencial para reduzir o crédito, moderar os gastos e aliviar as pressões inflacionárias.

A inflação de custos surge quando aumentos nos custos de produção ou choques de oferta pressionam os preços para cima, independentemente do comportamento da demanda agregada. Samuelson e Nordhaus (2009) apontam que esse fenômeno pode decorrer de reajustes salariais superiores aos ganhos de produtividade ou do encarecimento de insumos essenciais, como energia e matérias-primas, que acabam elevando os preços em toda a economia. De forma complementar, Blanchard (2011) destaca que choques negativos de oferta deslocam a curva de oferta agregada para cima, provocando aumento generalizado dos preços mesmo em contextos de baixo crescimento. Assim, a inflação de custos diferencia-se da inflação de demanda por estar associada a restrições na oferta e não ao excesso de gasto agregado.

A inflação inercial caracteriza-se pela persistência da alta de preços em função da indexação e da reprodução automática da inflação passada, independentemente de pressões de demanda. Bresser-Pereira (1986) mostra, a partir da experiência do Plano Cruzado, que os agentes econômicos repassavam aumentos de custos de forma automática, mantendo a inflação em patamares elevados. De modo semelhante, Arida e Resende (1985) ressaltam que políticas fiscais e monetárias tradicionais eram ineficazes no caso brasileiro, pois a memória inflacionária dos

contratos e preços perpetuava o processo, exigindo medidas heterodoxas, como a desindexação, para romper a inércia.

No âmbito da macroeconomia, compreender a dinâmica do desemprego é essencial, pois ele reflete desequilíbrios entre oferta e demanda no mercado de trabalho e está diretamente relacionado a outros fenômenos, como crescimento econômico e inflação. Segundo Blanchard (2011), o desemprego pode ser definido como a parcela da força de trabalho que, estando disposta a trabalhar, não encontra ocupação. A taxa de desemprego, por sua vez, corresponde à proporção de trabalhadores desempregados em relação ao total da força de trabalho, funcionando como um dos principais indicadores de desempenho econômico.

A literatura econômica distingue diferentes formas de desemprego, que são: O desemprego friccional, estrutural, cíclico e sazonal que permitem identificar suas causas específicas e orientar a formulação de políticas públicas adequadas.

O desemprego friccional corresponde ao intervalo de tempo em que trabalhadores permanecem temporariamente sem ocupação enquanto buscam novas oportunidades ou realizam transições profissionais. De acordo com Mankiw (2021), esse tipo de desemprego é inevitável em qualquer economia, pois resulta da própria mobilidade da força de trabalho e da procura por empregos que melhor se ajustem às habilidades individuais. Dornbusch, Fischer e Startz (2013) complementam que se trata de um fenômeno transitório, presente mesmo em situações próximas do pleno emprego, já que reflete o tempo necessário para compatibilizar trabalhadores e empregadores no mercado de trabalho.

O desemprego estrutural decorre de transformações permanentes na economia, como mudanças tecnológicas ou deslocamentos setoriais, que tornam certas qualificações profissionais inadequadas à nova estrutura produtiva. Segundo Mankiw (2021), mesmo em períodos de estabilidade econômica, esse tipo de desemprego pode permanecer elevado devido ao descompasso entre as habilidades disponíveis e a demanda por trabalho. Já o desemprego cíclico, conforme explicam Dornbusch, Fischer e Startz (2013), está ligado às flutuações do ciclo econômico: em fases de recessão, a queda da demanda agregada reduz contratações e leva a demissões, aumentando o desemprego; em fases de expansão, ocorre o processo inverso, com maior absorção de trabalhadores.

O desemprego sazonal ocorre em razão de variações previsíveis na demanda por trabalho em determinados períodos do ano, comuns em setores como agricultura,

turismo e comércio. Conforme destacam Samuelson e Nordhaus (2009), trata-se de um fenômeno esperado e recorrente, ligado ao calendário produtivo ou às condições climáticas, que provoca oscilações temporárias no nível de emprego. Esse tipo de desemprego não decorre de problemas estruturais da economia, mas sim da própria natureza cíclica de algumas atividades, sendo geralmente compensado nos períodos de maior atividade.

2.2 Diferentes abordagens sobre a determinação da taxa de juros

A interpretação sobre a natureza, determinação e a função da taxa de juros variou amplamente entre as escolas do pensamento econômico. A seguir serão apresentadas as diferentes correntes destacando conceitos fundamentais e autores importantes nesta análise.

2.2.1 Abordagem clássica

Os economistas clássicos do século XVIII E XIX concebiam a taxa de juros como uma variável real, determinada pela interação entre oferta de capital, que seria a poupança, e a demanda por investimento. Hunt e Lautzenheiser (2013), destaca as principais ideias de Adam Smith, como o aumento do bem-estar econômico através da produtividade do trabalho, isso diante de um livre mercado e a “mão invisível”, com uma mínima intervenção do governo, já que atos do governo tendiam a restringir os mercados. Dessa forma, Adam Smith entendia que os juros seriam regulados pela confluência entre os capitalistas e pela abundância ou escassez de capital disponível. Quanto maior a poupança, menor a taxa de juros.

Ricardo (1996), em *Princípios de Economia Política e Tributação* de 1817, avançou na ideia de que os juros dependem, em última instância, bem como de forma constante, da taxa de lucro sobre o capital. O autor destaca ainda, a ideia de que a taxa de juros pode sofrer flutuações temporárias provocadas por outros fatores. Em sua visão, a existência de lucros mais altos incentiva o investimento e aumentaria a demanda por capital, pressionando a taxa de juros para cima.

Mill (1996), por sua vez, enfatizou o papel das instituições financeiras na mediação entre poupadores e investidores, mas ainda dentro de uma lógica de mercado autorregulado. Segundo John Stuart Mill (1996), ao emprestar seu capital, o

rendimento que uma pessoa obtém por apenas renunciar ao consumo imediato corresponde aos juros, este representa a remuneração pela abstinência e pelo uso produtivo do capital por terceiros. Todo ganho adicional não se deve à simples posse do capital, mas a outras condições, como o risco ou a capacidade empreendedora.

2.2.2 Abordagem dos Neoclássicos sobre taxa de juros

A escola neoclássica, consolidada a partir do final do século XIX, formalizou a teoria da taxa de juros dentro do modelo de equilíbrio geral. Hunt e Lautzenheiser (2013), aborda como Walras tratou a taxa de juros, a taxa de juros representa o preço de equilíbrio pelo uso do capital ao longo do tempo, sendo determinada pelas interações entre oferta e demanda no mercado de serviços produtivos. Nesse contexto, os juros não são fixados isoladamente, mas surgem como parte do equilíbrio geral da economia, refletindo a escassez relativa do capital e as preferências temporais dos agentes econômicos. O equilíbrio é atingido quando as curvas de poupança e de investimento se cruzam, definindo a taxa de juros de mercado que equaliza as decisões de quem oferta e demanda capital.

Como destacam Hunt e Lautzenheiser (2013), essa concepção está inserida na estrutura do equilíbrio geral formulada por Walras, na qual preços e quantidades são determinados simultaneamente por um sistema de equações que expressa as interdependências entre todos os mercados. A taxa de juros atua como uma variável de ajuste no mercado de capital, equilibrando a oferta de poupança com a demanda por investimento e contribuindo, assim, para o equilíbrio geral da economia.

O economista Wicksell introduziu a distinção entre a "taxa natural" de juros e a "taxa de mercado" de juros. Niemeyer (2017) enfatiza a ideia de Wicksell que a taxa de juros natural é aquela que equilibra poupança e investimento sem pressão inflacionária. Quando a taxa de mercado está abaixo da natural, o crédito expande-se em ritmo superior ao crescimento real, gerando inflação.

Niemeyer (2017) explica que Wicksell analisou dois regimes monetários. No primeiro, com moeda metálica, a taxa de juros real (i) igualava a taxa de retorno do capital (r), refletindo o equilíbrio entre poupança e investimento, dessa forma, os bancos apenas intermediavam recursos reais, e a taxa de juros real (i) igualava a taxa de retorno do capital (r), garantindo estabilidade, pois os fluxos monetários correspondiam exatamente aos fluxos reais da economia.

No segundo, com moeda fiduciária, os bancos podiam emitir moeda livremente. Quando a taxa de juros bancária (i) é inferior à taxa natural de retorno do capital (r), torna-se lucrativo tomar empréstimos, gerando demanda acima da capacidade produtiva. Isso leva a um processo inflacionário progressivo, iniciado no setor de bens de capital e disseminado por toda a economia.

Como resultado, Niemeyer (2017) aborda que esse processo só se estabiliza quando os bancos elevam a taxa de juros de mercado até que ela iguale a taxa natural ($i = r$). Para Wicksell, esse é o único ponto em que os preços deixam de subir indefinidamente, pois a demanda se equilibra com a oferta real. Sua conclusão é que a inflação é uma função decrescente da taxa de juros, ou seja, taxas mais altas reduzem a inflação.

2.2.3 Visão Marxista: juros como renda improdutiva e crise do capital

Karl Marx oferece uma interpretação crítico-dialética da taxa de juros. Marx (1996) analisa os juros como uma forma derivada de mais-valor, não criadora de valor novo, mas capturada pela fração rentista da classe capitalista. Os capitalistas financeiros emprestam capital monetário e recebem juros como "preço da disponibilidade do capital", mas não participam diretamente do processo produtivo.

Portanto, Marx (1996) diz que os juros, assim como a renda da terra e o lucro industrial, são apenas formas distintas de expressar a repartição da mais-valia que tem como única origem sendo o trabalho não remunerado do operário. Essa divisão, embora alheia à sua análise central, é apresentada como derivada da posição que os diferentes agentes ocupam na posse dos meios de produção, abrindo espaço para discutir os mecanismos que possibilitam tal apropriação.

Embora o juro, o lucro e a renda fundiária sejam formas distintas de rendimento, Marx (1996) afirma que todos derivam da mesma fonte: a mais-valia extraída do trabalho do operário. A renda da terra corresponde à parcela da mais-valia apropriada pelo proprietário fundiário, em razão de seu monopólio sobre o solo, independentemente de qualquer contribuição produtiva direta. O juro, por sua vez, é a parte da mais-valia que o capitalista empregador cede ao capitalista financeiro — aquele que detém e empresta o capital — como pagamento pelo uso temporário dos meios de produção. Já o lucro industrial ou comercial é a fração restante da mais-valia que fica com o capitalista produtivo, após o pagamento da renda e dos juros.

Seguindo essa ideia, a diferença fundamental, portanto, não reside na origem do valor, mas no modo como ele é repartido entre os detentores dos diferentes títulos de propriedade (terra, capital-dinheiro ou capital produtivo). Para o trabalhador, essa repartição é indiferente, pois, em qualquer caso, o valor apropriado tem origem no seu trabalho não pago.

De acordo com a leitura marxista apresentada por Chociay e Neves (2009), o juro surge a partir da transformação do dinheiro em capital, o que lhe confere um novo valor de uso no capitalismo: a capacidade de gerar mais-valia. Diferentemente do dinheiro comum, que serve apenas como meio de troca, o capital monetário funciona como uma mercadoria especial, já que permite ao capitalista que o utiliza adquirir força de trabalho e meios de produção para extrair lucro. Nesse sentido, o juro é a remuneração pela cessão temporária dessa “mercadoria-capital” e corresponde à apropriação de parte do valor gerado no processo produtivo, mesmo que o capital emprestado, por si só, não possua valor próprio.

Ainda segundo os autores, o juro representa uma parte da mais-valia produzida e é definido pela concorrência entre os capitalistas: o que empresta o dinheiro e o que o utiliza na produção. Como essa forma de capital não participa diretamente da criação de valor, sua remuneração não decorre das condições materiais da produção, mas sim da oferta e demanda por capital monetário disponível no sistema financeiro. Isso torna a taxa de juros uma variável instável e sem referência em um valor intrínseco, diferentemente das mercadorias comuns. Por essa razão, Marx critica a noção de uma taxa natural de juros, considerando-a uma abstração que ignora as relações sociais e históricas que determinam o capital a juros.

Por fim, Chociay e Neves (2009) observam que, com o avanço do capitalismo, o capital a juros ganha autonomia e passa a ser percebido como algo capaz de se valorizar por si mesmo. Essa separação entre o juro e o restante do lucro — o ganho empresarial — contribui para reforçar o fetichismo das relações capitalistas, ao ocultar que a origem real de todo valor continua sendo o trabalho não remunerado. O capital monetário, então, passa a parecer uma fonte natural de geração de riqueza, encobrendo o processo de exploração presente na base da produção e aprofundando a opacidade típica da forma capitalista.

Gorender (1996) reconhece que, embora Marx não tenha apresentado uma teoria sistemática dos ciclos econômicos, como Schumpeter observou, ele foi um dos primeiros a elaborar uma explicação coerente e profunda sobre as crises capitalistas.

Suas análises, dispersas nos três livros de *O Capital* e em obras complementares como *Teorias da Mais-Valia*, indicam que os ciclos de expansão e contração econômica não são anomalias externas, mas sim expressões regulares da lógica interna do capital. Para Marx, a reprodução ampliada do capital, ao buscar incessantemente a valorização, esbarra periodicamente em barreiras estruturais que ela mesma impõe ao desenvolvimento das forças produtivas.

Entre essas barreiras, Marx destaca duas principais: a desproporcionalidade entre os ramos da produção — especialmente entre o setor de bens de produção (Departamento I) e o de bens de consumo (Departamento II) — e a limitação do consumo das massas trabalhadoras. Como o capital tende a explorar ao máximo a força de trabalho, reduzindo salários para ampliar a mais-valia, isso limita o poder de compra da maioria da população. Assim, a produção cresce mais rápido do que a capacidade de consumo, levando à superprodução de mercadorias e à dificuldade de realizá-las no mercado. Essas contradições são inerentes ao sistema, impossíveis de eliminar dentro da lógica da acumulação capitalista.

Marx observou que, à medida que o capital bancário ganha autonomia e o crédito se expande, surge uma separação crescente entre a valorização financeira e a produção real. O sistema bancário, ao criar moeda escritural e ampliar o crédito em ritmo superior ao da economia produtiva, acaba reforçando o aspecto especulativo do capital. Isso abre espaço para uma acumulação de caráter fictício, desvinculada da geração de valor pelo trabalho, o que aumenta a instabilidade do sistema. Com o tempo, o capital produtivo tende à estagnação, já que os recursos passam a se concentrar no capital portador de juros e nas formas de valorização financeira, em vez de estimular a produção efetiva.

Portanto, Marx (1996) destaca que a crise se apresenta como uma correção violenta e periódica dessas contradições acumuladas. Para Marx, ela não decorre da insuficiência de demanda de forma direta, mas da superacumulação de capital que antecede a crise e eleva os salários de forma conjuntural, reduzindo a taxa de mais-valia e comprimindo os lucros. A consequência é a retração dos investimentos, a destruição de capital, o aumento do desemprego e a reconstituição do exército industrial de reserva. Esses mecanismos restauram, temporariamente, a rentabilidade do capital e permitem o reinício do ciclo. Assim, a crise é funcional ao sistema, mas à custa de devastação econômica e social — expressando a irracionalidade estrutural da forma capitalista de organização da produção.

Autores marxistas contemporâneos, como Baran e Sweezy, argumentam que o capitalismo contemporâneo tende à estagnação produtiva e à hipertrofia do setor financeiro. O aumento da relevância dos juros no lucro total é sintoma de uma crise de sobreacumulação. Essa visão complementa e contesta os neoclássicos ao afirmar que o mercado financeiro pode travar a expansão do capital real. Nesse contexto, o capital monopolista, ao controlar o excedente, cria obstáculos estruturais à sua reinversão produtiva, favorecendo a especulação e a valorização de ativos fictícios (José; Gambi, 2014).

José e Gambi (2014) observam que, segundo Baran e Sweezy, a concentração e centralização do capital criam empresas gigantes com lucros acima da média, mas que enfrentam crescente dificuldade de reinvestir esses excedentes no setor produtivo. Essa dificuldade decorre da saturação dos mercados e da natureza oligopolizada da produção, o que leva à subutilização da capacidade produtiva e ao desemprego estrutural. Como consequência, o capital excedente migra para o setor financeiro, alimentando bolhas especulativas e distorcendo os mecanismos tradicionais de valorização, nos quais o juro passa a desempenhar papel central como fonte de rentabilidade dissociada da produção real.

Nesse contexto, a taxa de juros passa a funcionar como um mecanismo de apropriação do excedente pelo capital financeiro, reforçando o quadro de estagnação. José e Gambi (2014) apontam que o capitalismo monopolista não apenas concentra riqueza e poder de mercado, mas também modifica a própria lógica de acumulação: a rentabilidade do capital deixa de estar ligada à produção e passa a depender da capacidade de capturar recursos por meio de juros, rendas e ativos financeiros. Essa transformação enfraquece o investimento produtivo e consolida uma lógica rentista, tornando o capitalismo menos dinâmico e mais suscetível a longos períodos de estagnação e desigualdade estrutural.

Harvey (2003) retoma a perspectiva marxista sobre a acumulação para evidenciar uma forma moderna e recorrente de enfrentar as crises de sobreacumulação: a acumulação por espoliação. Nessa lógica, o capital excedente, sem encontrar oportunidades lucrativas na produção, busca valorizar-se por meio da apropriação de ativos, recursos naturais, empresas estatais e da própria força de trabalho, muitas vezes adquiridos a preços irrisórios. Esse movimento permite reabsorver o capital ocioso e reinseri-lo em novos ciclos de valorização. Para Harvey, essa modalidade de acumulação não é um desvio, mas sim uma estratégia central do

capitalismo neoliberal desde os anos 1970, utilizada para contornar a estagnação produtiva e sustentar a rentabilidade em contextos de crise.

De acordo com Harvey (2003), esse mecanismo se entrelaça às formas clássicas de desvalorização descritas por Marx — como a destruição de capital fixo, a falência de empresas e a renovação forçada da força de trabalho —, mas agora operando através dos instrumentos do sistema financeiro internacional, como as políticas de austeridade, as privatizações em larga escala e o controle das taxas de juros. A interação entre crises deliberadamente administradas, a desvalorização de ativos e sua posterior recomercialização lucrativa revela como a lógica do capital se ajusta para contornar suas próprias contradições. Com isso, Harvey atualiza o conceito marxista de acumulação primitiva, argumentando que ela não pertence ao passado, mas constitui uma prática estrutural e recorrente do capitalismo contemporâneo, especialmente nos momentos de crise da valorização do capital real.

Nesse cenário, a taxa de juros passa a exercer um papel estratégico na reorganização do capital em períodos de instabilidade. Como destaca Harvey (2003), o sistema financeiro internacional — muitas vezes liderado por instituições como o FMI — utiliza mecanismos como as taxas de juros, o crédito seletivo e os programas de austeridade para impor processos de desvalorização que favorecem a apropriação lucrativa de ativos pelos capitais sobreacumulados. Essa dinâmica desloca o núcleo da acumulação para o campo rentista, ampliando a distância entre o capital monetário e o produtivo. O resultado é uma forma de dominação financeira que subordina o investimento produtivo aos interesses do capital especulativo, dificultando a retomada da acumulação real e prolongando a estagnação industrial. Assim, a taxa de juros deixa de representar apenas o preço do capital e se transforma em uma ferramenta política de reestruturação global a serviço das elites financeiras.

Em síntese, a análise marxista da taxa de juros revela sua função como forma derivada da mais-valia e como instrumento central na gestão das crises do capital. Ao destacar o papel da financeirização e da estagnação produtiva, essa perspectiva oferece fundamentos teóricos que influenciaram abordagens posteriores, como a dos economistas estruturalistas.

2.2.4 Keynesianos: taxa de juros como expressão da preferência pela liquidez

Keynes (1996) rompe com a visão clássica de que a taxa de juros decorre de um equilíbrio entre poupança e investimento. Para ele, os juros são definidos pela preferência pela liquidez — isto é, pela tendência dos agentes econômicos de manter parte de sua riqueza em forma monetária, evitando ativos que impliquem maior risco ou menor liquidez. Essa busca por moeda como reserva de valor se intensifica em momentos de incerteza, o que torna a taxa de juros um fenômeno essencialmente monetário e também psicológico, mais ligado às percepções e expectativas do que a fatores puramente reais. Ao trazer a incerteza e a necessidade de segurança para o centro da análise, Keynes evidencia que a taxa de juros é uma instituição socialmente construída, moldada pela confiança, pelo contexto macroeconômico e pelas expectativas, e não apenas uma variável técnica do sistema econômico.

Essa concepção altera profundamente o entendimento do investimento e do papel do Estado. Para Keynes (1996), mesmo que a taxa de juros esteja baixa, o investimento privado pode não ocorrer se as expectativas quanto ao retorno forem negativas, o que ele chama de "eficiência marginal do capital" também depende da confiança dos empresários. Assim, os mercados financeiros podem bloquear a recuperação econômica, ao invés de facilitá-la. Essa crítica à autorregulação do sistema econômico justifica a atuação ativa do Estado, especialmente por meio da política monetária, fiscal e de investimento público.

Essa abordagem abriu caminho para visões posteriores que ampliaram a crítica à financeirização da economia, como as teorias estruturalistas, que herdaram de Keynes a crítica à neutralidade dos juros e reforçaram a ideia de que sua determinação depende de instituições, poder político e estrutura produtiva.

Hunt e Lautzenheiser (2013) explicam que, na visão neoclássica, o desemprego involuntário seria inexistente, já que o mercado de trabalho tenderia naturalmente ao equilíbrio. Para esses economistas, bastaria que os trabalhadores aceitassem salários compatíveis com sua produtividade marginal para que todos fossem empregados. Da mesma forma, a taxa de juros seria o mecanismo automático para igualar poupança e investimento: se houvesse excesso de poupança, a taxa cairia; se houvesse excesso de demanda por fundos, ela subiria. Esse modelo implicava que a economia tenderia ao pleno emprego, e qualquer desequilíbrio seria atribuído a rigidezes salariais ou interferências externas ao funcionamento natural do mercado.

Keynes, contudo, rompe com essa lógica ao desenvolver o conceito de preferência pela liquidez, argumentando que, mesmo diante de salários em queda ou juros reduzidos, os empresários podem optar por não investir quando falta confiança na rentabilidade futura e essa situação leva à estagnação e ao desemprego involuntário. Como observam Hunt e Lautzenheiser (2013), sua crítica desmonta a crença na autorregulação dos mercados e evidencia as limitações da perspectiva neoclássica. Ao demonstrar que a taxa de juros nem sempre é capaz de estimular o investimento produtivo, Keynes inaugura uma visão em que o pleno emprego deixa de ser um resultado natural do mercado e passa a depender de ações deliberadas do Estado.

Hunt e Lautzenheiser (2013) destacam que Keynes rompe com a ideia neoclássica de que a taxa de juros ajusta automaticamente a poupança e investimento. Para ele, a poupança depende muito mais do nível de renda do que da taxa de juros, e esta, por sua vez, é determinada pela oferta e demanda por moeda, não pelo equilíbrio entre poupança e investimento. Ao enfatizar a preferência pela liquidez como fator central, Keynes insere a incerteza no centro da teoria monetária, mostrando que a taxa de juros é uma variável instável e sujeita a fatores psicológicos e institucionais.

Além disso, Keynes introduz a demanda especulativa por moeda, demonstrando como as expectativas sobre futuras taxas de juros afetam decisões de liquidez conforme retratam Hunt e Lautzenheiser (2013). Quando se espera alta nos juros, os agentes retêm moeda em vez de investir, freando a circulação do capital. Com isso, a taxa de juros deixa de ser um simples preço e passa a refletir comportamento estratégico diante da incerteza. Essa visão mostra a limitação dos mecanismos de autorregulação.

2.2.5 Pós-Keynesianos: instabilidade financeira e papel do Estado

A partir dessa base teórica, Carvalho (1988) aborda que a escola pós-keynesiana aprofunda a crítica de Keynes ao considerar a taxa de juros como uma variável essencialmente institucional e não determinada por forças de mercado. Os juros, nessa abordagem, são definidos por decisões de política monetária e pelas condições de incerteza, refletindo o comportamento dos agentes diante da preferência pela liquidez. Com isso, rejeita-se a ideia de que a taxa de juros garante

automaticamente o equilíbrio entre poupança e investimento, destacando que ela pode, ao contrário, bloquear o investimento produtivo e manter a economia abaixo do pleno emprego.

Os pós-keynesianos, conforme destaca Carvalho (1988), também reforçam a visão de que a economia é guiada por expectativas e marcada por incertezas. A taxa de juros, nesse contexto, atua como um limitador direto à expansão do capital quando se mantém elevada em relação à rentabilidade esperada dos investimentos. Assim, mesmo com capacidade produtiva ociosa, a economia pode permanecer estagnada. Essa leitura amplia o diagnóstico de Keynes e sustenta a necessidade de intervenção estatal ativa sobre a política monetária para estimular o investimento, o crescimento e o emprego.

O estudo de Dammski, Cavalieri e Pinto (2017) reforça a interpretação de Cardim de Carvalho ao demonstrar, com base em uma análise detalhada, que o pós-keynesianismo se firmou como uma tradição teórica consistente, centrada sobretudo na ideia de uma economia monetária de produção. Ao investigar o uso do termo “post-Keynesian” na literatura acadêmica, os autores observam que boa parte das pesquisas se concentra em temas como incerteza, política monetária, instabilidade financeira e o papel ativo do Estado — questões já presentes no pensamento de Keynes e posteriormente aprofundadas por seus seguidores. Essa abordagem revela que o debate sobre a taxa de juros, a preferência pela liquidez e a não neutralidade da moeda compõe o núcleo fundamental da tradição pós-keynesiana, reafirmando a relevância dessas categorias para compreender as limitações do mercado na promoção do pleno emprego.

Bresser-Pereira (2008) propõe a ideia de “taxa de juros compatível com a taxa de lucro”, sob pena de desindustrialização e reprimarização. Ele argumenta que a dominância financeira impede o pleno desenvolvimento e que a política monetária deve ser coordenada com a política industrial.

Bresser-Pereira (2018), ao analisar os efeitos da política macroeconômica sobre a estrutura produtiva brasileira, introduz a noção de que a taxa de juros deve ser compatível com a taxa de lucro dos investimentos produtivos. Em sua obra *Globalização e Competição*, o autor critica o regime de dominância financeira que passou a prevalecer a partir da década de 1990, caracterizado por uma política monetária voltada prioritariamente para o controle da inflação via juros elevados. Segundo ele, esse arranjo compromete a competitividade industrial e favorece um

processo de reprimarização da economia, à medida que desestimula o investimento no setor manufatureiro e atrai capitais especulativos de curto prazo. Dessa forma, Bresser-Pereira propõe uma coordenação entre política monetária, fiscal e industrial como caminho para sustentar o crescimento com transformação estrutural.

2.2.6 Abordagem dos estruturalistas

Diante dos limites da visão convencional sobre os juros, torna-se relevante retomar a tradição estruturalista latino-americana, que oferece uma interpretação alternativa e historicamente fundamentada sobre o papel da taxa de juros no processo de desenvolvimento.

A abordagem estruturalista, desenvolvida a partir da tradição da CEPAL nas décadas de 1950 e 1960, entende a taxa de juros como parte de um arranjo econômico mais amplo, condicionado por fatores históricos e estruturais do subdesenvolvimento. Ao contrário das interpretações tradicionais que veem os juros apenas como um instrumento técnico de controle inflacionário, os estruturalistas argumentam que, nas economias periféricas, níveis elevados de juros acabam ampliando a heterogeneidade produtiva e fortalecendo a dependência externa, conforme observa Furtado (2002), ainda, a política monetária, quando descolada de uma estratégia de desenvolvimento, contribui para o aprofundamento das disparidades estruturais. Para Furtado (2002), o subdesenvolvimento tende a se perpetuar quando as decisões de política econômica são tomadas sem considerar as particularidades estruturais das economias periféricas.

A partir dessa crítica, os estruturalistas defendem a necessidade de reorientar a política monetária para que ela atue de forma coordenada com uma estratégia de desenvolvimento nacional. Isso implicaria romper com a lógica de curto prazo baseada na atração de capitais financeiros e priorizar o financiamento de setores produtivos, com vistas à diversificação industrial e ao fortalecimento da capacidade produtiva. Assim, a taxa de juros deve ser pensada não apenas como mecanismo de controle inflacionário, mas como uma variável estratégica do desenvolvimento. Essa visão exige reconhecer os limites da ortodoxia econômica e da dominância financeira, ao mesmo tempo em que propõe um novo papel para o Estado na indução do crescimento sustentado.

A crítica estruturalista à política de juros elevados é aprofundada por Maria da Conceição Tavares com base na análise do padrão de acumulação de capital no Brasil. Em sua obra, a autora mostra que a estrutura econômica nacional se desenvolveu sob um regime de financiamento marcado por desequilíbrios e pela predominância do capital financeiro sobre o investimento produtivo. Segundo Tavares (1998), essa característica estrutural condiciona o crescimento da economia real e impõe limites à expansão industrial, sobretudo quando as políticas monetárias se orientam para a estabilização macroeconômica e o controle da inflação, sem articulação com metas de desenvolvimento. A partir da década de 1980, essa tendência se intensifica com a adoção de políticas neoliberais, consolidando um regime em que a taxa de juros elevada atua como mecanismo de contenção da expansão produtiva e favorece a financeirização da economia.

Nesse cenário, Tavares (1998) defende que a política monetária deve estar articulada a uma estratégia nacional de desenvolvimento, rompendo com a lógica de curto prazo centrada na atração de capitais financeiros e no controle inflacionário por meio da elevação contínua da taxa básica de juros. Em lugar dessa abordagem restritiva, a autora propõe uma coordenação entre política de crédito, investimento público e política industrial, de forma a direcionar os recursos para setores produtivos e impulsionar a dinâmica econômica. Assim, a taxa de juros passa a ser entendida como uma variável estratégica, cuja definição precisa estar vinculada aos objetivos de crescimento sustentado, transformação estrutural e fortalecimento da autonomia nacional (Tavares, 1998).

Pinto (1996), representante da vertente estruturalista latino-americana, analisou com profundidade o problema da heterogeneidade estrutural nas economias da região. Em sua obra *A concentração do progresso técnico e seus efeitos sobre o desenvolvimento da América Latina*, o autor argumenta que o avanço desigual entre setores modernos e tradicionais dentro de um mesmo país gera uma economia dual, marcada por fortes disparidades de produtividade, acesso ao crédito e capacidade de resposta às políticas macroeconômicas. Esse padrão limita a eficácia de instrumentos como a taxa de juros, cujos efeitos se manifestam de forma assimétrica: os setores tecnologicamente defasados e financeiramente mais frágeis acabam sendo os mais penalizados por juros elevados, o que aprofunda a exclusão produtiva e social. Dessa forma, a análise de Pinto reforça a crítica estruturalista à política monetária tradicional,

ao mostrar que sua efetividade depende do grau de homogeneização produtiva — ainda distante da realidade latino-americana.

2.2.7 Abordagem Novo-Keynesiana na Política Econômica e Monetária

A abordagem Novo-Keynesiana procura conciliar a tradição keynesiana com os desenvolvimentos teóricos associados às expectativas racionais e à microfundamentação das decisões econômicas. Em termos gerais, essa corrente reconhece que agentes formam expectativas sobre o futuro, como destaca Mankiw (2021), mas argumenta que preços e salários não se ajustam instantaneamente, devido a contratos, custos de menu e outras fricções presentes nos mercados. Essas rigidezes fazem com que a economia possa operar com desemprego involuntário e hiato do produto, de modo que choques de demanda têm efeitos reais sobre produção e emprego no curto prazo.

A explicação desses efeitos aparece de forma integrada no tratamento de Blanchard (2011), para quem a rigidez nominal impede que o sistema econômico convirja automaticamente ao pleno emprego, tornando necessária a ação estabilizadora da política econômica. Assim, quando a demanda agregada se contrai, o nível de produção pode cair abaixo de seu potencial, elevando o desemprego. Essa compreensão retoma o argumento original de Keynes, mas com maior formalização analítica.

A sistematização teórica dessa abordagem é aprofundada por Romer (2012), que desenvolve os modelos Novo-Keynesianos com microfundamentos intertemporais. A partir dessa estrutura, consolidam-se três relações centrais: que seriam a curva IS intertemporal, que mostra como a taxa de juros real influencia decisões de consumo e investimento ao longo do tempo; também a Curva de Phillips Novo-Keynesiana, que relaciona inflação esperada, hiato do produto e dinâmica dos preços; e a terceira, uma regra de política monetária, pela qual a autoridade monetária ajusta a taxa básica de juros em resposta às variações da inflação e da atividade econômica.

A formulação mais influente sobre o papel da política monetária nesse arcabouço é apresentada por Woodford (2003). Para ele, o Banco Central atua principalmente por meio da taxa de juros, e não pelo controle da quantidade de moeda. A condução da política monetária ocorre pela comparação entre a taxa de juros real

efetiva e a taxa de juros natural, a taxa compatível com o produto em seu nível potencial. Quando a taxa real fica abaixo da taxa natural, estimula-se a atividade econômica; quando fica acima, ocorre contração. A política monetária, portanto, funciona essencialmente como gestora de expectativas, e sua eficácia depende da credibilidade da autoridade monetária.

Essa estrutura teórica parece ter se tornado a base do regime de metas de inflação, adotado em diversos países, incluindo o Brasil a partir de 1999. Nesse regime, a taxa básica de juros (no caso brasileiro, a Selic) é ajustada de modo a manter a inflação próxima da meta definida publicamente, utilizando justamente os mecanismos analíticos desenvolvidos pela literatura Novo-Keynesiana. Blanchard (2011) destaca que a credibilidade da autoridade monetária é central nesse processo, pois a eficácia da política monetária depende da capacidade do Banco Central de ancorar as expectativas de inflação. De modo complementar, Mankiw (2021) observa que, ao reagir sistematicamente aos desvios da inflação em relação à meta, o Banco Central reduz a volatilidade do ciclo econômico e reforça sua função estabilizadora. Assim, essa abordagem combina rigor formal e aplicabilidade prática, reforçando a ideia de que, devido às imperfeições de mercado, o pleno emprego não é garantido espontaneamente, tornando a política monetária um instrumento essencial de estabilização macroeconômica.

2.3 Economias e suas abordagens frente a taxa de juros

A experiência japonesa desde o início da década de 1990 tornou-se um dos casos mais emblemáticos de estagnação econômica prolongada acompanhada por deflação e taxas de juros extremamente baixas, chegando ao território negativo. Conforme apontam Fraga e Strachman (2013), o estouro da bolha imobiliária e acionária no final dos anos 1980, somado à valorização do iene e à desaceleração das exportações, gerou uma crise bancária persistente. Esse quadro resultou em uma retração da atividade econômica que se prolongou por décadas, fenômeno que passou a ser conhecido como as “décadas perdidas”.

Segundo Fraga (2011), a taxa de crescimento real do PIB japonês despencou de patamares superiores a 6% ao ano no final dos anos 1980 para cerca de 1% nos anos 1990, acompanhada de inflação persistentemente baixa ou negativa. Nesse contexto, o Banco do Japão (BoJ) reduziu gradualmente a taxa de juros até próximo

de zero, adotando a chamada Zero Interest Rate Policy (ZIRP), e posteriormente recorreu a políticas de quantitative easing para tentar estimular a demanda agregada e conter a deflação.

No campo fiscal, o governo japonês recorreu a uma série de pacotes de estímulos. Antonioli (2015) registra que, entre 1992 e 2000, foram lançados ao menos dez programas de expansão fiscal, totalizando mais de 100 trilhões de ienes, com investimentos em infraestrutura e cortes temporários de impostos. Contudo, tais medidas tiveram eficácia limitada devido à fragilidade do sistema bancário e ao comportamento cauteloso do setor privado, caracterizando a chamada “armadilha da liquidez” discutida por Keynes.

A partir de 2012, com a ascensão de Shinzo Abe ao cargo de primeiro-ministro, foi implementada a estratégia conhecida como Abenomics, estruturada em três vetores: (i) afrouxamento monetário agressivo, com metas de inflação de 2% e ampliação das compras de ativos pelo BoJ; (ii) estímulo fiscal seletivo, com aumento de gastos públicos e ajustes tributários; e (iii) reformas estruturais para elevar a produtividade e flexibilizar o mercado de trabalho (Antonioli, 2015). Essa abordagem reforçou o viés anticíclico das políticas econômicas japonesas.

Silva Neto (2024) observa que, no caso japonês, a manutenção prolongada de taxas de juros muito baixas, ou até negativas e o uso de políticas monetárias não convencionais refletem uma lógica fortemente inspirada no pensamento keynesiano. Essa abordagem parte do princípio de que, diante de choques deflacionários e de uma demanda agregada insuficiente, o Estado deve atuar de forma ativa, combinando políticas fiscais e monetárias expansionistas com reformas estruturais capazes de sustentar o crescimento econômico.

Contudo, Fraga e Strachman (2013) argumentam que a reação inicial do governo japonês foi marcada por hesitação e falta de coordenação, o que acabou contribuindo para o prolongamento da crise. A demora na reestruturação do sistema bancário, somada a fatores demográficos como o envelhecimento populacional, limitou o potencial de recuperação econômica. Ainda assim, a continuidade das políticas de juros negativos e dos programas de compra de ativos evidencia o compromisso das autoridades com a estratégia de estímulo à demanda, adotada como meio de romper o ciclo deflacionário.

Em síntese, o caso japonês ilustra a adoção de políticas econômicas inspiradas no pensamento keynesiano em um contexto de estagnação prolongada, nas quais

instrumentos monetários e fiscais foram utilizados de forma articulada para combater a deflação e o baixo crescimento. Essa experiência oferece lições valiosas para outras economias que enfrentam choques de demanda e situações de armadilha da liquidez, destacando a importância de respostas ágeis e consistentes para evitar a persistência das crises.

A experiência chinesa desde o final da década de 1970 consolidou-se como um dos casos mais notáveis de crescimento econômico sustentado na história contemporânea, com taxas médias anuais próximas a 9% a 10% e inflação relativamente controlada (Nonnenberg, 2010; Buzinaro, 2021). As reformas conduzidas por Deng Xiaoping a partir de 1978 inauguraram um processo gradual de abertura econômica, liberalização parcial de preços e criação das Zonas Econômicas Especiais (ZEEs), combinando mecanismos de mercado com forte coordenação estatal (Nonnenberg *et al.*, 2006). Esse gradualismo institucional permitiu ajustes e correções ao longo do tempo, evitando choques desestabilizadores e consolidando a trajetória de crescimento.

A política industrial e cambial desempenhou papel central nessa trajetória. Nonnenberg *et al.* (2006) apontam que a manutenção de um câmbio real desvalorizado e o direcionamento de incentivos fiscais e creditícios para setores estratégicos favoreceram a transferência tecnológica e a formação de clusters industriais. Buzinaro (2021), destaca que a taxa de formação bruta de capital fixo que alcançou patamares superiores a 40% do PIB foi determinante para sustentar a demanda agregada, em consonância com abordagens keynesianas que enfatizam o investimento como motor do crescimento econômico.

A inserção internacional ganhou impulso com a ampliação das exportações e a adesão à Organização Mundial do Comércio (OMC) em 2001, o que acelerou a integração da China nas cadeias produtivas globais (Nonnenberg, 2010; Buzinaro, 2021). Paralelamente, políticas de incentivo à inovação e à transferência de tecnologia, muitas vezes atreladas à entrada de investimento estrangeiro, contribuíram para a modernização industrial e para o avanço da competitividade. Esse modelo combina elementos keynesianos, pela ênfase na sustentação da demanda interna, e características do desenvolvimentismo asiático, marcado pela atuação ativa do Estado na coordenação econômica.

No campo monetário e financeiro, Ferreira (2023) evidencia que, embora o renminbi ainda seja classificado como moeda periférica no Sistema Monetário

Internacional, a China vem reduzindo sua dependência em relação às políticas monetárias dos Estados Unidos. Essa autonomia relativa se manifestou especialmente durante a crise de 2008, quando o Banco Popular da China manteve taxas de juros baixas, controlou o câmbio e direcionou crédito a setores estratégicos, empregando instrumentos típicos de políticas anticíclicas defendidas pela perspectiva keynesiana.

Outro ponto de destaque é a gestão da poupança e do financiamento do crescimento. Buzinaro (2021), aponta que o país evitou a armadilha do endividamento externo ao priorizar a poupança interna como fonte principal para o investimento produtivo, alinhando-se à visão de Bresser-Pereira (2007), que critica a dependência excessiva de poupança externa e defende a importância do financiamento doméstico para sustentar a expansão econômica.

O avanço econômico chinês também gerou impactos sociais expressivos. Nonnenberg (2010), registra uma forte redução da pobreza, aumento do Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) e acelerada urbanização. Contudo, Buzinaro (2021), ressalta que ainda persistem desafios, como as desigualdades regionais, o envelhecimento populacional e a necessidade de transição para um modelo mais orientado ao consumo interno e ao setor de serviços.

Em suma, a experiência chinesa configura uma combinação particular entre políticas de inspiração keynesiana, com o uso ativo de instrumentos fiscais e monetários e as estratégias típicas do desenvolvimentismo asiático, voltadas à industrialização, à inovação tecnológica e à inserção competitiva no comércio internacional. Essa articulação foi decisiva para sustentar o crescimento de longo prazo e oferece lições importantes a outras economias emergentes, ainda que sua reprodução dependa de condições institucionais, históricas e geopolíticas específicas.

3 METODOLOGIA

O presente trabalho adota uma abordagem qualitativa, com caráter exploratório e descritivo, fundamentada em pesquisa bibliográfica e documental. Ternoski, Costa e Menon (2022) explicam que a pesquisa qualitativa possui o objetivo de analisar o objeto de estudo com mais profundidade, buscando compreender contextos específicos para identificar relações de causa e efeito. Moresi (2003), corrobora apontando que a pesquisa qualitativa contribui na detecção das questões relacionadas ao tema e entender porque elas são importantes.

Para Gil (2008) a pesquisa exploratória serve para entender melhor e ajustar ideias e conceitos, bem como propiciar uma visão geral do tema apresentado, ajudando a definir problemas e hipóteses que poderão ser estudados posteriormente. Em complemento, Gil (2008) destaca que a pesquisa descritiva tem por objetivo estudar de forma mais aprofundada o tema proposto, através de uma coleta de dados e análise dos mesmos.

A pesquisa bibliográfica para Marconi e Lakatos (2002), tem por objetivo abordar toda a bibliografia referente ao tema em estudo que já se fez pública, a fim de tornar o pesquisador próximo ao tema e abordá-lo sob um novo enfoque. Dessa forma, a pesquisa bibliográfica se baseará em obras clássicas e contemporâneas de autores da economia como Blanchard, Mankiw, Vasconcellos, Tavares, entre outros, além de artigos acadêmicos, teses, dissertações e relatório técnicos que tratam da política monetária, inflação e juros no Brasil.

A investigação do tema se dará desde 1970 a 2024 a fim de contribuir com um estudo robusto dividido em períodos chave da economia no Brasil. Os dados quantitativos como séries históricas da taxa de juros, inflação, desemprego, serão utilizados para ilustrar e sustentar a análise qualitativa, sem a busca por construção de modelos econométricos formais.

A pesquisa documental segundo Marconi e Lakatos (2002) tem por atributo a coleta de dados apenas em documentos, escritos ou não, assim, a pesquisa incluirá o uso de dados secundários provenientes de instituições como o Banco Central do Brasil (BCB), Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), além de organismos institucionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Entre os principais dados a serem coletados destacam-se, por exemplo, a taxa básica de juros (Selic), índice de

inflação (IPCA), o nível de desemprego e produção. A utilização desses dados é fundamental para relacionar as decisões de política monetária com seus efeitos sobre a atividade econômica, permitindo verificar de forma robusta as interações entre juros, inflação, produção e emprego no Brasil durante o período analisado.

Além disso, a pesquisa se apoia na análise de documentos oficiais produzidos pelas autoridades monetárias brasileiras. Tais registros são fundamentais para compreender não apenas as decisões tomadas em diferentes períodos da economia brasileira, mas também o processo de comunicação da política monetária, elemento central na formação das expectativas dos agentes econômicos. Os documentos serão consultados através de sites das autoridades monetárias e requisitados às instituições que guardam tais documentos e atas antes de 1998, os quais estão disponíveis apenas no Arquivo Nacional. De acordo com Carvalho *et al.* (2015), a criação do Copom em 1996 buscou proporcionar maior transparência, seguindo práticas consolidadas em outros bancos centrais. Essa iniciativa fortalece a credibilidade das autoridades monetárias e amplia a eficácia da política de juros, tornando imprescindível o exame detalhado desses documentos como parte da metodologia deste estudo.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

A análise dos resultados exige olhar com atenção para a trajetória da economia brasileira a partir da década de 1970, um período marcado por grandes transformações estruturais e por sucessivas tentativas de alcançar estabilidade macroeconômica. Ao longo desse caminho, a taxa de juros acabou se firmando como o principal instrumento da política monetária, assumindo diferentes papéis conforme o contexto. Em certos momentos, serviu como ferramenta de contenção inflacionária; em outros, tornou-se um obstáculo ao crescimento da atividade produtiva. Observar a evolução histórica dessa variável permite compreender de que forma o país reagiu a choques internos e externos, estruturou seus diversos planos de estabilização e lidou com os efeitos sobre a produção, o emprego e a renda.

Ao longo de mais de cinco décadas, a economia brasileira atravessou ciclos bastante distintos. Nos anos 1970, viveu um período de forte expansão sustentada pelo endividamento externo; nas décadas seguintes, enfrentou crises inflacionárias e sucessivas tentativas de estabilização, quase sempre frustradas. A partir de 1994, com o Plano Real, iniciou-se um novo momento de reorganização, que culminou, no fim dos anos 1990, com a adoção do regime de metas de inflação. Cada uma dessas fases refletiu diferentes formas de condução da política monetária e da taxa de juros, que, ao interagir com os tipos de inflação e desemprego predominantes, moldaram os resultados obtidos. Por isso, analisar esses períodos de forma segmentada é fundamental para compreender, de maneira crítica, tanto os avanços quanto as limitações da taxa de juros enquanto instrumento de estabilidade macroeconômica.

4.1 O período de 1964 a 1986 - estabilização via indexação ao impasse da inflação inercial

Embora a ideia central desta monografia compreenda a análise do recorte de 1970 a 2024, é fundamental retroceder ao ano de 1964, quando foi criada a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN). Esse marco simboliza o início de uma nova etapa na história econômica brasileira, caracterizada pela institucionalização da correção monetária como instrumento de proteção contra a inflação e de modernização financeira. A compreensão desse período é essencial para explicar o comportamento da inflação e as decisões de política econômica que se consolidariam

nas décadas seguintes, culminando na implantação do Plano Real e na adoção do regime de metas para a inflação.

O golpe civil-militar de 1964 instaurou um governo autoritário que, apesar de repressivo no campo político, promoveu profundas reformas institucionais e financeiras. De acordo com Giambiagi et al. (2011), o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), conduzido por Roberto Campos e Otávio Gouveia de Bulhões, buscava simultaneamente reduzir a inflação, restaurar o equilíbrio fiscal e estimular o investimento privado. Nesse contexto, foram aprovadas reformas estruturais que transformaram a economia nacional. A Lei nº 4.595/1964 criou o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional, redefinindo o sistema bancário e conferindo maior autonomia à política monetária. Em conjunto, a Lei nº 4.357/1964 instituiu a ORTN, mecanismo que permitiu a emissão de títulos públicos corrigidos monetariamente, garantindo sua imunidade aos efeitos inflacionários e inaugurando o processo de indexação oficial da economia brasileira (Grandi, 2021).

Segundo Grandi (2021), a introdução das ORTNs possibilitou a criação de um mercado de capitais interno, por meio da captação de recursos no mercado doméstico, com títulos públicos reajustáveis pela inflação. Pastore (2015, *apud* Grandi, 2021, p. 38) observa que esses títulos foram concebidos como um instrumento não inflacionário de financiamento do déficit público, mas rapidamente se transformaram em uma unidade de conta para contratos e obrigações, elevando progressivamente o grau de indexação da economia. Assim, o combate inflacionário conduzido pelos governos militares descartava o “tratamento de choque” em favor do gradualismo, procurando reduzir a inflação de maneira lenta e previsível, sem provocar rupturas na atividade econômica. Tal orientação se coaduna com o pensamento de Simonsen (1970), que defendia políticas graduais de estabilização, reconhecendo, porém, que a indexação, embora funcional no curto prazo, introduzia rigidez na estrutura de preços e alimentava o caráter inercial da inflação.

Outro instrumento relevante criado no mesmo contexto de reformas financeiras foi a Letra do Tesouro Nacional (LTN), que se diferenciava da ORTN por sua natureza e finalidade. Enquanto a ORTN, instituída pela Lei nº 4.357/1964, tinha foco no financiamento de longo prazo e na preservação do valor real dos contratos por meio da correção monetária, a LTN, criada pelo Decreto-Lei nº 1.079/1970, surgiu como título prefixado e de curto prazo, voltado às operações de política monetária. Conforme Loureiro e Barbosa (2003), as LTNs foram concebidas para uso nas

operações de mercado aberto, permitindo ao Banco Central regular a liquidez e controlar a base monetária de forma mais eficiente. Já segundo Giambiagi et al. (2011), a coexistência desses instrumentos expressava o esforço do governo em consolidar um mercado de dívida pública moderno e segmentado, no qual a ORTN oferecia previsibilidade e proteção inflacionária, enquanto a LTN conferia flexibilidade operacional à política econômica.

Durante os primeiros anos do regime militar, o Brasil experimentou estabilidade e forte crescimento econômico. Hermann, em Giambiagi et al. (2011), aponta que o “milagre econômico” (1968–1973) resultou da expansão dos investimentos públicos e do crédito, com taxas médias de crescimento do PIB acima de 10% ao ano. Contudo, o mesmo instrumento que conferiu estabilidade, tornou-se fonte de inércia inflacionária. Conforme Diniz (1991), ao revisar o modelo gradualista de Simonsen, observa-se que a inflação passou a se reproduzir pela própria estrutura de indexação, em que a inflação passada se convertia no principal determinante da inflação presente. Nesse sentido, o sistema de correção monetária, como observa Grandi (2021), ao permitir a atualização automática de contratos e títulos, consolidou a ORTN como uma “segunda moeda”, servindo de padrão de valor até o final da década de 1970. Assim, embora inicialmente funcional, a indexação acabou perpetuando a inflação ao ancorar preços e rendas ao passado.

O levantamento histórico da ORTN ilustra com clareza o impacto da inflação sobre a economia brasileira e o motivo de sua criação como instrumento de atualização monetária. Dados da Associação dos Advogados de São Paulo (AASP) (2025), mostram que o valor da ORTN aumentou de Cr\$ 10,00 em 1964 para mais de Cr\$ 80.000,00 em janeiro de 1986, o que revela a intensa perda do poder de compra da moeda nesse período. Esse aumento, contudo, não representava um ganho real, mas apenas o reajuste nominal necessário para compensar a inflação acumulada. Conforme explica Grandi (2021), a ORTN consolidou o processo de indexação no país, oferecendo estabilidade formal aos contratos em meio à desvalorização contínua da moeda. No entanto, como analisa Diniz (1991), esse mesmo mecanismo reforçou a inércia inflacionária, já que a atualização automática de valores fazia com que a inflação passada influenciasse diretamente a futura. Desse modo, a série histórica confirma o diagnóstico de Giambiagi et al. (2011): embora tenha sido útil para garantir previsibilidade e confiança nas transações financeiras, a ORTN também contribuiu

para a perpetuação do processo inflacionário que marcou o Brasil até meados da década de 1980.

4.1.1 Os Planos Nacionais de Desenvolvimento 1972-1979

O Primeiro Plano Nacional de Desenvolvimento (I PND), instituído pela Lei nº 5.727/1971 durante o governo Emílio Garrastazu Médici, marcou a primeira tentativa do regime militar de implantar um planejamento econômico de médio prazo, com metas orientadas à expansão da capacidade produtiva e à consolidação da infraestrutura. Conforme Giambiagi *et al.* (2011) e Abreu (2014), o plano foi concebido no auge do chamado milagre econômico, com o propósito de manter o crescimento em ritmo elevado, duplicar a renda per capita até 1980 e consolidar o Brasil entre as maiores economias do mundo. A Lei nº 5.727/1971 definiu como setores prioritários os ramos de energia, transportes, siderurgia, petroquímica e comunicações, além de prever políticas de integração regional por meio de programas como o PIN (Programa de Integração Nacional) e o Proterra, voltados à ocupação produtiva de novas áreas e à redução das desigualdades regionais (Brasil, 1971; Vieira, 2012). O foco do plano recaiu sobre o fortalecimento da infraestrutura e da indústria de base, financiados por crédito público e incentivos fiscais, o que, segundo Vieira (2012), representou a continuidade da estratégia de industrialização pesada inaugurada nas décadas anteriores.

Os resultados econômicos foram expressivos: o PIB cresceu, em média, acima de 9 % ao ano entre 1970 e 1973, impulsionado por investimentos públicos e pela expansão do crédito (Giambiagi *et al.*, 2011). Entretanto, o modelo mostrou limitações estruturais, como a dependência de capital externo e a concentração de renda, além do baixo impacto sobre o emprego qualificado. De acordo com Lacerda (2010) e Abreu (2014), o crescimento do período baseou-se em políticas de contenção salarial, o que restringiu o consumo das famílias e manteve a desigualdade na distribuição dos benefícios do desenvolvimento.

O Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), aprovado pela Lei nº 6.151/1974 no governo Ernesto Geisel, deu continuidade ao planejamento anterior, mas incorporou uma visão de longo prazo e um projeto de autonomia produtiva. De acordo com Tarifa e Rippel (2016), o II PND buscou reduzir a vulnerabilidade externa e adaptar o país às novas condições da economia mundial, priorizando os setores de

energia, bens de capital, insumos básicos e tecnologia industrial. Nesse contexto, foram implementados grandes projetos estruturantes, como a Usina Hidrelétrica de Itaipu, os polos petroquímicos da Bahia e do Rio Grande do Sul, o Programa Nacional do Álcool (Pró-Álcool) e o Programa de Desenvolvimento dos Cerrados (Prodecer), ampliando a base produtiva e a capacidade energética nacional (Vieira, 2012; Tarifa; Rippel, 2016).

Esse avanço, contudo, teve custos significativos. O uso intensivo do endividamento externo e os choques do petróleo de 1973 e 1979 pressionaram as contas públicas e agravaram o desequilíbrio externo. Embora o PIB ainda tenha crescido cerca de 6 % ao ano até 1979, como apontam Giambiagi *et al.* (2011), o modelo desenvolvimentista entrou em exaustão com o aumento da dívida e a aceleração inflacionária. Apesar da expansão industrial e da elevação do emprego formal em alguns setores, persistiram traços de desemprego estrutural e informalidade urbana, reflexo da rápida urbanização e da limitada capacidade de absorção da mão de obra (Lacerda, 2010; Abreu, 2014). Assim, como sintetiza Lacerda (2010), o II PND foi simultaneamente o ponto alto e o limite do ciclo desenvolvimentista, deixando como legado uma base industrial sólida, porém acompanhada de graves desequilíbrios macroeconômicos que se revelariam na crise da década seguinte.

4.1.2 Resultados e consequências econômicas

O período de 1964 a 1986 foi caracterizado por importantes avanços estruturais, mas também por crescentes desequilíbrios macroeconômicos. Conforme apontam Giambiagi *et al.* (2011), a economia brasileira experimentou um ciclo de forte expansão entre o final da década de 1960 e meados da década de 1970, sustentado pelo aumento dos investimentos públicos e pela atuação direta do Estado no financiamento da produção. O país chegou a registrar crescimentos médios do PIB próximos a 9% ao ano durante o chamado milagre econômico, impulsionado pela execução dos Planos Nacionais de Desenvolvimento e pela entrada de capitais externos. Contudo, Abreu (2014) observa que esse dinamismo conviveu com limitações importantes, entre elas a dependência de financiamento estrangeiro, o endividamento crescente e a falta de mecanismos de redistribuição de renda. No início dos anos 1980, os efeitos acumulados desses fatores — somados ao aumento das

taxas de juros internacionais e aos choques do petróleo — levaram à desaceleração do crescimento e à intensificação dos desequilíbrios fiscais (Lacerda, 2010).

Em termos de resultados sociais, o modelo adotado garantiu uma ampliação significativa da capacidade produtiva e da infraestrutura, mas seus benefícios foram distribuídos de forma desigual. O mercado de trabalho urbano se expandiu, acompanhando o crescimento industrial e a urbanização acelerada, porém não absorveu plenamente a mão de obra disponível. De acordo com Giambiagi *et al.* (2011), o processo de modernização tecnológica e a mecanização agrícola reduziram a necessidade de trabalho no campo e impulsionaram a migração rural-urbana, o que elevou a oferta de trabalhadores e manteve os níveis de informalidade elevados. Durante os anos de crescimento, predominou o desemprego estrutural, típico de economias em transformação, marcado pela falta de qualificação e pela absorção parcial da força de trabalho. Já nos anos 1980, com o enfraquecimento da atividade econômica, emergiu o desemprego cíclico, resultado direto da recessão e da queda dos investimentos produtivos (Lacerda, 2010; Abreu, 2014).

No campo monetário, o principal desafio do período foi a inflação persistente, que assumiu diferentes características ao longo das duas décadas. Segundo Simonsen (1970), a introdução da correção monetária, por meio da ORTN, teve inicialmente o objetivo de preservar o poder de compra e proteger os contratos da perda de valor, mas acabou transformando-se em um mecanismo de propagação da inflação. Diniz (1991) e Grandi (2021) explicam que, a partir da segunda metade da década de 1970, a economia brasileira passou a conviver com uma inflação inercial, na qual os reajustes automáticos de preços e salários reproduziam continuamente as variações do passado. Ao longo da primeira metade da década de 1980, o país já enfrentava inflação crônica, com taxas anuais superiores a 100%, reflexo tanto das distorções fiscais quanto da indexação generalizada.

De modo geral, o ciclo de 1964 a 1986 deixou um legado ambíguo: consolidou o parque industrial e a infraestrutura nacional, mas ao custo de uma estrutura econômica frágil, marcada por alta inflação, dívida externa e desigualdade social persistente. Como destacam Abreu (2014) e Giambiagi *et al.* (2011), o modelo desenvolvimentista atingiu seu limite quando a capacidade de endividamento externo se esgotou e a política de indexação deixou de oferecer estabilidade real. O esgotamento desse ciclo preparou o cenário para uma nova fase da economia brasileira, marcada por tentativas de estabilização e reformas estruturais que seriam

implementadas a partir da segunda metade da década de 1980 e consolidadas nos anos 1990.

4.2 Transição monetária, hiperinflação e tentativas de estabilização (1986-1996)

A segunda metade da década de 1980 inaugurou uma fase decisiva na economia brasileira, marcada pelo esgotamento do modelo de indexação e pela busca de novos instrumentos para conter a inflação crônica. A extinção da ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) em fevereiro de 1986, conforme estabelecido pelo Decreto-Lei nº 2.283/1986, foi o ponto de partida dessa transição. O objetivo, segundo Lacerda (2010), era eliminar um dos principais mecanismos de propagação da inflação, já que a correção automática de contratos reforçava a chamada inflação inercial. De acordo com Abreu (2014), o governo de José Sarney buscava romper esse ciclo substituindo o cruzeiro pelo Cruzado (Cz\$) e implementando um congelamento generalizado de preços e salários, inaugurando o Plano Cruzado, de inspiração claramente heterodoxa.

Como destacam Giambiagi et al. (2011), o Plano Cruzado pretendia enfrentar a inflação sem recorrer à recessão, apostando na ideia de que o problema era de natureza inercial, e não apenas de demanda. Essa interpretação, derivada dos estudos de Bresser-Pereira (2010) e Lopes (2011), sustentava que a persistência inflacionária advinha dos mecanismos de indexação que transferiam automaticamente a inflação passada para o presente. Entretanto, apesar do entusiasmo inicial e do aumento do poder de compra, o congelamento acabou provocando distorções, como escassez de produtos e pressão sobre a demanda, que levaram ao Plano Cruzado II, no mesmo ano, e posteriormente ao Plano Bresser (1987).

Nos anos seguintes, entre 1987 e 1991, sucederam-se outras tentativas de estabilização — Cruzado II, Bresser, Verão e Collor — conhecidas como planos heterodoxos. Esses programas tinham como traço comum o esforço para romper a inércia inflacionária mediante congelamentos, trocas de moeda e tentativas de desindexação. O Plano Bresser, como observa Bresser-Pereira (2010), buscou corrigir os excessos do Cruzado, introduzindo uma política de contenção fiscal e reajuste gradual de preços. No entanto, como aponta Lacerda (2010), a credibilidade das medidas foi minada pela reindexação informal e pela pressão eleitoral do período, o que levou ao lançamento do Plano Verão (1989).

De acordo com Abreu (2014), o Plano Verão combinou medidas ortodoxas e heterodoxas ao extinguir mecanismos de indexação, como a URP (Unidade de Referência de Preços), e ao criar uma nova moeda, o Cruzado Novo, numa tentativa de recuperar o controle sobre os preços. No entanto, as pressões políticas e o persistente desequilíbrio fiscal impediram o sucesso do plano, resultando no retorno da inflação. Já o Plano Collor I (1990), como destacam Giambiagi *et al.* (2011) e Lopes (2011), adotou medidas mais severas, como o bloqueio de depósitos bancários, a troca da moeda para o cruzeiro e a redução drástica da liquidez na economia, com o objetivo de conter a hiperinflação. Embora tenha reduzido temporariamente o avanço dos preços, o confisco de ativos e a recessão que se seguiu aumentaram o desemprego e agravaram a crise social. Segundo Matos (2002), a década terminou marcada pela instabilidade econômica, com queda na produção e aumento do desemprego de caráter cíclico, reflexo direto da recessão e das políticas de ajuste.

Conforme sintetiza Welter *et al.* (2021), essas experiências marcaram a consolidação do caráter heterodoxo da política econômica brasileira no período, centrada em congelamentos e mudanças monetárias, mas com pouca coordenação fiscal e monetária. O resultado foi um ciclo de frustrações e aprendizado, que embora não tenha eliminado a inflação, abriu caminho para as reformas de 1993–1994 e o sucesso do Plano Real, que finalmente conseguiu romper a espiral inercial.

4.2.1 A evolução dos indexadores e a persistência da Inércia inflacionária

Mesmo após o fim da ORTN, a economia brasileira continuou profundamente dependente da indexação — o mecanismo que atualizava automaticamente valores monetários, contratos e títulos públicos conforme a inflação passada. Como observam Giambiagi *et al.* (2011), a extinção da ORTN em 1986 não significou o abandono desse modelo, mas apenas sua substituição por outros instrumentos. No mesmo ano, o governo criou a OTN (Obrigação do Tesouro Nacional), com a finalidade de manter um padrão de correção para dívidas públicas e contratos de longo prazo. Segundo Abreu (2014), o novo indexador buscava garantir estabilidade nominal num contexto de inflação ainda elevada, permitindo que o Tesouro continuasse financiando-se sem perder o valor real de seus títulos.

Na prática, porém, a OTN manteve a mesma lógica da antiga ORTN: corrigia valores com base na inflação passada, perpetuando a memória inflacionária. De

acordo com Lacerda (2010), o sistema de correção monetária havia se tornado tão enraizado nas transações econômicas que sua simples eliminação gerava desconfiança. Assim, quando a inflação se acelerou novamente após o fracasso dos planos heterodoxos, o governo tentou substituir a OTN pela BTN (Bônus do Tesouro Nacional), em 1989. Essa mudança, como explica Abreu (2014), pretendia criar um indexador mais flexível, desvinculado das distorções de preços acumuladas, mas teve pouco efeito prático, isso, porquê, o país já operava com reajustes generalizados em praticamente todos os contratos, públicos e privados.

Segundo Bresser-Pereira (2010), essa sucessão de indexadores reflete a incapacidade do Estado de eliminar a inércia inflacionária: cada nova unidade de correção acabava reproduzindo o mesmo mecanismo que se pretendia extinguir. A inflação passada continuava determinando a inflação futura, pois empresas, bancos e trabalhadores reajustavam preços, salários e juros baseando-se em expectativas formadas por índices anteriores. Lacerda (2010) reforça que esse comportamento era fruto da perda de credibilidade das políticas de estabilização, o que levava os agentes econômicos a se protegerem por meio de cláusulas de correção automática.

Com o agravamento da crise no início dos anos 1990, essa lógica atingiu seu limite. Em meio à hiperinflação e ao fracasso dos planos de congelamento, o governo criou a TR (Taxa Referencial), em 1991, no contexto do Plano Collor II. Conforme apontam Giambiagi et al. (2011), a TR surgiu com o propósito de servir como indexador de referência para aplicações financeiras e contratos de poupança, substituindo os reajustes automáticos baseados nos índices de preços. Lopes (2011) explica que a TR pretendia “enfraquecer a retroalimentação da inflação”, isto é, reduzir a influência direta dos aumentos passados sobre as expectativas futuras.

Apesar de representar um avanço institucional, a TR não conseguiu eliminar o problema de fundo. Abreu (2014) observa que, sem uma política fiscal consistente e com a inflação ainda descontrolada, o sistema de indexação continuou operando informalmente. Contratos, aluguéis e salários ainda eram reajustados de acordo com os índices de preços, mesmo sem amparo legal. Welter *et al.* (2021) ressaltam que essa sequência de instrumentos da ORTN à OTN e da BTN à TR, ilustra o dilema da política econômica brasileira naquele período: a tentativa de proteger o valor real da moeda ao mesmo tempo em que se buscava conter a inflação.

No início da década de 1990, os efeitos desse impasse tornaram-se visíveis. A inflação anual ultrapassava 2.000%, corroendo o poder de compra das famílias e

paralisando decisões de investimento. Como destaca Lacerda (2010), a economia funcionava em um estado permanente de defesa, no qual ninguém confiava na estabilidade dos preços. Assim, quando começou a ser estruturado o Plano Real, em 1993, um dos seus principais desafios foi justamente quebrar o ciclo de indexação, desmontando gradualmente os mecanismos que ligavam o presente ao passado inflacionário. Esse processo de desindexação seria a base da estabilidade conquistada a partir de 1994.

4.2.2 O Plano Real

O início da década de 1990 foi um dos momentos mais delicados da economia brasileira. O país vivia sob o peso da hiperinflação, que destruiu o poder de compra e desorganizando a produção. O Plano Collor (1990), ao tentar conter a inflação por meio do bloqueio de depósitos e da contração monetária, acabou provocando recessão profunda e perda de credibilidade na política econômica. Segundo Giambiagi *et al.* (2011) e Abreu (2014), o PIB encolheu e a inflação logo voltou a crescer, caracterizando um quadro de estagflação, no qual estagnação e alta de preços coexistiam.

Entre 1991 e 1993, o país permaneceu preso a um ciclo de inflação inercial, alimentado por mecanismos de indexação de preços e salários. Conforme Bresser-Pereira (2010), a economia brasileira sofria de uma inflação autossustentada, em que o simples ato de reajustar contratos perpetuava novas rodadas de aumentos. Nesse ambiente, o desemprego cresceu e assumiu características cíclicas e estruturais: cíclicas, pela queda da atividade produtiva e da demanda agregada; estruturais, pela reestruturação industrial e pela abertura comercial iniciada em 1991, que reduziram postos de trabalho formais (Lacerda, 2010). A informalidade e a perda de renda real tornaram-se marcas desse período.

A virada começou em 1993, com a chegada de Fernando Henrique Cardoso ao Ministério da Fazenda no governo Itamar Franco. Inspirado nos estudos sobre inflação inercial e nas experiências anteriores, o novo plano buscou romper a lógica da indexação. O Plano Real (1993–1994) foi estruturado em três etapas: o ajuste fiscal, a criação da Unidade Real de Valor (URV) como instrumento de desindexação gradual e, por fim, a introdução do real como nova moeda. De acordo com Lopes (2011) e Abreu (2014), a URV restabeleceu a confiança e quebrou a inércia inflacionária sem

recorrer a congelamentos. Os resultados foram imediatos: conforme Pinheiro, Giambiagi e Gostkorzewicz (1999), a inflação anual, que superava 5.000% em 1994, caiu para cerca de 10% em 1995.

Os primeiros resultados da estabilização mostraram-se ambíguos. A âncora cambial, utilizada para conter as expectativas inflacionárias, acabou valorizando a moeda e estimulando as importações, o que comprometeu a competitividade da indústria nacional (Silva, 2002). O desemprego, agora de caráter mais estrutural, manteve-se elevado, refletindo o processo de adaptação da economia a um novo cenário de estabilidade com juros altos. Mesmo com esses custos, o Plano Real marcou uma virada histórica: o país conseguiu controlar de forma duradoura a inflação, recuperar o poder de compra e inaugurar um período de estabilidade macroeconômica sem precedentes.

4.2.3 Consolidação e desafios do Plano Real

Nos primeiros anos do governo Fernando Henrique Cardoso, o Plano Real consolidou-se como um marco na história econômica do país. A estabilização monetária resistiu a pressões internas e externas, garantindo o controle da inflação e restaurando a confiança na moeda. De acordo com Giambiagi et al. (2011), o PIB brasileiro cresceu em média cerca de 4% ao ano entre 1994 e 1997, impulsionado pelo aumento do consumo e pela expansão do crédito. No entanto, a estratégia de âncora cambial, usada para conter os preços e sustentar a credibilidade do plano, resultou em forte valorização do real. Como observa Silva (2002), esse câmbio administrado foi eficaz para reduzir a inflação, mas acabou comprometendo a competitividade das exportações e ampliando a dependência de capitais externos.

O controle da inflação teve custos significativos. Para manter a estabilidade, o governo manteve juros elevados, o que encareceu o crédito e aumentou o endividamento público. Segundo Lacerda (2010), o processo de modernização e abertura econômica provocou ajustes estruturais no mercado de trabalho, com eliminação de empregos industriais e expansão da informalidade. O desemprego urbano passou de níveis próximos a 5% em 1995 para cerca de 8% em 1998, refletindo tanto o ganho de produtividade quanto a menor absorção de mão de obra. Apesar disso, a estabilidade trouxe benefícios imediatos à população, como recuperação do poder de compra e crescimento do consumo doméstico.

A partir de 1997, o cenário internacional começou a colocar o modelo brasileiro sob pressão. As crises financeiras na Ásia e na Rússia reduziram o fluxo de capitais e evidenciaram as fragilidades externas do país. Segundo Pinheiro, Giambiagi e Gostkorzewicz (1999), a resposta do governo foi elevar novamente as taxas de juros para evitar a fuga de recursos, o que acabou desacelerando o crescimento e ampliando o desemprego. Apesar desses efeitos, o período foi decisivo para consolidar a estabilidade monetária e preparar o caminho para as transformações de 1999, quando o Brasil adotou o câmbio flutuante e o regime de metas de inflação, conforme destaca (Abreu, 2014). Essa mudança marcou o início do chamado tripé macroeconômico, que passaria a orientar a política econômica nas décadas seguintes.

4.3 Transição institucional e consolidação da política monetária (1996-2004)

A partir desse período foi possível consultar de forma sistemática todas as atas oficiais do Copom, disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil. Tais documentos constituem a principal fonte para a compreensão das motivações, diagnósticos e interpretações feitas pela autoridade monetária a cada reunião, permitindo identificar, em perspectiva histórica, as variáveis macroeconômicas que orientaram as decisões da taxa básica de juros. Dessa forma, todas as informações relevantes extraídas desse conjunto documental estão devidamente incorporadas nas discussões desenvolvidas nos próximos blocos.

No início do período analisado, a política monetária brasileira ainda tinha como referência a Taxa Básica do Banco Central (TBC), definida mensalmente pelo Copom desde sua criação em 1996. Com o amadurecimento do sistema financeiro e a definição mais clara da política econômica, o Banco Central iniciou um processo gradual de modernização de seus instrumentos. Essa transição culminou, em março de 1999, na substituição da TBC pela Taxa Selic, que passou a ser o principal instrumento operacional. A mudança veio acompanhada de avanços institucionais importantes, como o fortalecimento do Copom, maior transparência na comunicação de suas decisões e a criação do sistema de metas para a inflação, fatores que aumentaram a previsibilidade e a credibilidade da política monetária brasileira (Abreu, 2014).

O padrão que se formou nesse período foi marcado, primeiramente, por uma fase de consolidação institucional. O Banco Central assumiu papel central na condução da política econômica, adotando uma postura firme no combate à inflação, mesmo com custos de curto prazo sobre a atividade e o emprego. As decisões do Copom refletiam o compromisso com a estabilização dos preços e com a reconstrução da confiança no regime monetário após décadas de instabilidade. Em um segundo momento, observou-se um ajuste gradual do arcabouço operacional: a política monetária passou a utilizar a Selic como taxa de referência para controlar a liquidez e influenciar as taxas de juros de mercado, tornando o processo decisório mais técnico, previsível e alinhado às práticas internacionais. Assim, consolidou-se um novo padrão de ação monetária, em que a Selic se tornou o canal central de transmissão da política econômica, ajustada conforme o comportamento das expectativas inflacionárias e do nível de atividade.

No plano macroeconômico, esse período foi caracterizado por um ambiente de inflação ainda sensível a choques e crescimento econômico moderado. O Banco Central manteve a taxa de juros em níveis elevados para consolidar a credibilidade da nova estrutura institucional e conter pressões inflacionárias decorrentes da inércia de preços e de choques externos. A partir da adoção formal do regime de metas de inflação em 1999, as expectativas começaram a se estabilizar, e a inflação passou a convergir de forma mais consistente para os intervalos definidos pelo Conselho Monetário Nacional. No entanto, a política monetária ainda enfrentava desafios relevantes, como o impacto das crises cambiais internacionais, a desvalorização de 1999 e a turbulência de 2002, que testaram a resiliência do novo modelo.

Os efeitos dessa estratégia apareceram de forma clara na atividade econômica e no mercado de trabalho. O PIB apresentou crescimento moderado e alternou momentos de expansão com fases de desaceleração, enquanto o desemprego continuou alto na passagem entre as décadas. A política de juros elevados ajudou a manter a inflação sob controle e reforçou a credibilidade do Banco Central, mas, ao mesmo tempo, limitou o avanço da produção e do investimento. Mesmo assim, ao final desse ciclo, o país atingiu um novo patamar de estabilidade macroeconômica, com inflação controlada, expectativas bem ancoradas e um ambiente mais favorável ao planejamento e à previsibilidade. Esse período inicial pode ser caracterizado como o ciclo da “credibilidade monetária”, marcado pela prioridade de consolidar as bases de uma política monetária moderna e funcional.

A estabilização alcançada com o Plano Real, implementado em 1994, foi o ponto de partida desse processo. O novo regime monetário conseguiu interromper o ciclo de hiperinflação ao reformular a unidade de conta e adotar, inicialmente, um câmbio fixo, o que ajudou a ancorar os preços e a restaurar a confiança na moeda. Essa estabilidade permitiu que o Banco Central deixasse de atuar de forma apenas reativa, respondendo a choques de preços e passasse a adotar uma postura mais preventiva, guiada por metas explícitas de política monetária. A consistência do Plano Real, aliada à disciplina fiscal e à reestruturação do sistema financeiro, criou as condições para a consolidação institucional do Copom e o fortalecimento da taxa básica de juros como principal instrumento da política monetária (Abreu, 2014).

Com a adoção formal do regime de metas de inflação em 1999, a taxa Selic consolidou-se como o principal instrumento da política monetária no Brasil. Ela passou a orientar as taxas de mercado e a servir de referência para o crédito, conectando diretamente as decisões do Copom ao desempenho da economia real. Essa mudança ampliou a transparência e fortaleceu o canal de transmissão da política monetária, aproximando o país dos modelos utilizados por economias mais desenvolvidas. Dessa forma, o período entre 1996 e 2004 marcou a transição definitiva de um modelo voltado à estabilização para um regime moderno de política monetária, no qual o Banco Central passou a atuar com maior autonomia operacional e foco claro na convergência da inflação para a meta (Abreu, 2014).

4.4 Consolidação do ciclo de expansão com estabilidade (2005-2008)

Entre 2005 e 2008, a economia brasileira ingressou em uma fase marcada pela consolidação da estabilidade conquistada nos anos anteriores e pela convivência entre crescimento sustentado e inflação sob controle. Após o período inicial de ajustes macroeconômicos (2003–2004), o país consolidou um ambiente de confiança e previsibilidade, resultado direto do amadurecimento do tripé macroeconômico — metas de inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal. Esse arranjo, como ressaltava Giambiagi (2011), foi mantido com rigor durante o governo Lula e tornou-se o pilar da credibilidade conquistada pelo Banco Central, que passou a reduzir a taxa básica de juros de forma gradual, sem abrir mão da estabilidade de preços.

As decisões do Copom nesse período revelam um movimento contínuo de flexibilização monetária. Entre 2005 e 2007, a taxa Selic caiu de 19,75 % a.a. para

11,25% a.a., evidenciando o ganho de confiança do Comitê em relação ao comportamento da inflação e à solidez dos fundamentos fiscais. As atas mostram que o ambiente interno apresentava inflação controlada, elevação da produção industrial, expansão do crédito e queda consistente do desemprego. O Banco Central optou por um ritmo prudente de cortes, avaliando os efeitos defasados da política monetária e evitando movimentos abruptos. Essa postura reforçou o compromisso com a previsibilidade e consolidou o caráter técnico das decisões, transformando a política de juros em instrumento de estímulo controlado à atividade econômica.

A partir de 2006, o Brasil passou a vivenciar um período de crescimento mais vigoroso, impulsionado pelo aumento do consumo das famílias, pela valorização dos termos de troca e pela ampliação do crédito e do investimento produtivo. O PIB cresceu 4,0 % em 2006 e 5,7 % em 2007, ao passo que o desemprego recuava e o crédito bancário ganhava importância como motor da demanda. As atas do Copom indicam que, embora houvesse atenção aos riscos de superaquecimento e ao avanço dos preços de commodities, o cenário geral permanecia benigno. O país combinava expansão econômica, estabilidade de preços e credibilidade institucional, um resultado raro na trajetória recente da política monetária nacional.

Como observa Giambiagi (2011), esse equilíbrio foi favorecido pela coordenação entre a política fiscal e a monetária. A manutenção de superávits primários consistentes e o fortalecimento das reservas internacionais reduziram a vulnerabilidade externa e ampliaram a margem de manobra do Banco Central. Essa combinação sustentou um modelo de crescimento com estabilidade, no qual a inclusão social e o aumento do crédito não representavam ameaça à disciplina macroeconômica. A trajetória descendente da Selic refletia, assim, não apenas um contexto internacional favorável, mas sobretudo o amadurecimento institucional e a previsibilidade das decisões econômicas.

No plano agregado, o triênio 2005–2008 consolidou um novo padrão de política monetária no Brasil. O país conseguiu crescer de forma contínua, com inflação próxima à meta e indicadores de emprego em melhora, enquanto o Copom mantinha o controle da dinâmica inflacionária. As reduções graduais da taxa Selic confirmaram a eficiência do regime de metas e o fortalecimento da confiança na autoridade monetária. Como sintetiza Abreu (2014), tratou-se de um período em que o país rompeu definitivamente com a instabilidade dos anos 1990 e demonstrou que estabilidade e crescimento poderiam caminhar lado a lado.

4.5 A resposta do Brasil à crise internacional: política monetária anticíclica e recuperação econômica (2008–2010)

O período de 2008 a 2010 foi um marco na consolidação da política monetária como instrumento de estabilização no Brasil. A crise financeira internacional representou um teste decisivo à robustez do arcabouço macroeconômico estabelecido após o Plano Real e à autonomia operacional do Banco Central. As atas do Copom mostram que, no início de 2008, o Comitê ainda mantinha uma postura de contenção inflacionária, elevando a Selic até 13,75 % a.a. em setembro, diante da pressão dos preços de commodities e do aquecimento da demanda interna. Contudo, com o agravamento da crise mundial e a contração do crédito global, o Copom iniciou rapidamente um ciclo de cortes, reduzindo a taxa básica para 8,75 % a.a. em meados de 2009, a fim de atenuar os impactos recessivos e sustentar a atividade doméstica.

Essa inflexão de política refletiu a adoção de uma estratégia anticíclica e coordenada entre os instrumentos fiscal e monetário. Conforme destacam Giambiagi (2011) e Lacerda (2010), o Brasil reagiu de forma ágil e eficaz, combinando redução da taxa de juros, ampliação do crédito via bancos públicos e incentivos ao consumo e ao investimento produtivo. Essa coordenação mitigou a queda do PIB e preservou o nível de emprego, ao mesmo tempo em que manteve a inflação sob controle. O crescimento de 7,5 % em 2010, após uma leve retração de 0,1 % em 2009, expressa o êxito dessa resposta.

De acordo com Abreu (2014), a resistência da economia brasileira à crise esteve associada à consolidação institucional e à credibilidade do regime de metas de inflação, que permitiu ao Banco Central agir de modo contracíclico sem desancorar expectativas. Além disso, Lacerda (2010) observa que o país entrou na crise com condições estruturais inéditas: reservas internacionais elevadas, baixa dependência externa e mercado interno dinâmico, fatores que amorteceram o choque global. O autor enfatiza que a demanda doméstica — impulsionada pela expansão do crédito, valorização do salário real e aumento do emprego formal — foi o principal motor da retomada, assegurando crescimento com estabilidade e inclusão.

As atas do Copom e os indicadores macroeconômicos confirmam esse movimento. Em 2009, o desemprego urbano apresentou elevação temporária, mas recuou no final do ano, acompanhando a recuperação do consumo e da produção industrial. A inflação, embora tenha acelerado no segundo semestre de 2010,

manteve-se dentro do intervalo de tolerância da meta, preservando o equilíbrio entre expansão e estabilidade. O comportamento do câmbio também foi relevante: após forte depreciação inicial, o real voltou a se valorizar, o que favoreceu o controle de preços, mas acentuou desafios à competitividade industrial — aspecto que Lacerda (2010) identifica como o principal risco derivado da recuperação.

O sucesso da resposta brasileira à crise decorreu, portanto, não apenas da ação pontual de política econômica, mas do amadurecimento institucional e da credibilidade conquistada desde a estabilização de 1999. O período de 2008 a 2010 evidencia que a política monetária anticíclica, aplicada de forma prudente e coordenada, pode ser compatível com estabilidade de preços e crescimento sustentado. O país encerrou o ciclo com fundamentos sólidos, inflação sob controle e um dos maiores crescimentos do PIB entre as economias emergentes — um desempenho que consolidou o papel do Banco Central como agente estabilizador e confirmou a importância de um sistema financeiro regulado e resiliente.

4.6 Da Estabilidade à desaceleração: política monetária, inflação e mercado de trabalho (2011-2015)

Entre 2011 e 2015, as atas do Copom revelam uma transição marcante na condução da política monetária brasileira. O período foi caracterizado pela tentativa de equilibrar o estímulo ao crescimento com o controle inflacionário, em um contexto de desaceleração econômica e aumento das pressões de custos. O Comitê iniciou o ciclo com reduções da Selic — de 12,5% a.a. para 7,25% a.a. — buscando reanimar a atividade econômica, mas a persistência da inflação, impulsionada por preços administrados e indexação de serviços, levou à inversão do ciclo a partir de 2013. A taxa básica retornou a 14,25% a.a. em 2015, evidenciando a dificuldade de compatibilizar crescimento e estabilidade.

As atas indicam que, ao longo de 2012, o Banco Central via espaço para estímulo monetário, sustentado por uma inflação ainda dentro da meta e por expectativas favoráveis. Contudo, já em 2013, o cenário começou a mudar: a inflação de serviços, associada ao mercado de trabalho aquecido, e a inflação de custos, pressionada por energia, combustíveis e alimentos, passaram a exigir uma resposta mais firme. O Copom reconheceu que a rigidez dos preços e o desalinhamento entre política fiscal e monetária ampliavam o desafio de convergir a inflação à meta.

O triênio 2013–2015 consolidou esse quadro de tensões, com crescimento do PIB modesto, em torno de 2,7% em 2013, 0,5% em 2014, até chegar à queda de 3,5% em 2015. Nesse último ano, o Copom manteve uma política de forte aperto monetário, enquanto as atas apontavam que a inflação resultava sobretudo de ajustes de preços administrados e da recomposição cambial. O IPEA (2015) identifica essa dinâmica como típica de inflação de custos, agravada pela defasagem tarifária e pela depreciação do real, e observa que a contração da atividade e o aumento do desemprego configuraram o início da recessão técnica.

No mercado de trabalho, as atas registram a mudança estrutural mais evidente. Até 2014, prevalecia um quadro de pleno emprego, reflexo do crescimento sustentado e da formalização anterior. A partir de 2015, o cenário se inverteu rapidamente: o desemprego passou a ser cíclico, decorrente da retração da produção e do consumo, enquanto o hiato do produto se aprofundava. Essa transição reforçou o efeito recessivo da política monetária num contexto em que a inflação resistia não pela demanda, mas pelos custos.

A interpretação teórica de Bresser-Pereira (2012) ajuda a compreender a base estrutural desse desequilíbrio. Segundo o autor, a economia brasileira convivia com “preços macroeconômicos desalinhados” — em especial, juros elevados e câmbio apreciado — que reduziram a competitividade da indústria e limitaram a capacidade de ajuste do setor externo. Essa combinação tornou a inflação menos sensível à política monetária tradicional, uma vez que os custos internos permaneciam pressionados e o investimento produtivo, desestimulado. O autor defende que o país entrava num ciclo de “doença holandesa moderada”, no qual o câmbio valorizado e o consumo elevado comprimiam a rentabilidade do setor industrial, dificultando o crescimento sustentado.

Assim, entre 2011 e 2015, a leitura das atas do Copom revela a tentativa de manter a estabilidade em um ambiente de inflação de custos e inércia, crescimento anêmico e perda de competitividade. A política monetária, que havia sido eficiente como instrumento de credibilidade e previsibilidade na década anterior, passou a atuar de forma reativa, tentando conter os efeitos de choques estruturais e fiscais. O resultado foi a consolidação de um cenário de desaceleração com inflação elevada, que preparou o terreno para a recessão de 2015–2016.

4.7 A recessão e o colapso da atividade econômica (2015-2016)

As atas do Copom referentes a 2015 e 2016 registram um dos momentos mais críticos da política monetária desde a criação do Comitê. O Brasil entrou em um ciclo recessivo profundo, marcado por inflação elevada, forte retração do PIB e deterioração do mercado de trabalho. Nesse contexto, o Banco Central adotou uma postura claramente contracionista, mantendo a taxa Selic em 14,25% a.a. por um longo período, com o objetivo de conter as pressões inflacionárias e preservar a credibilidade do regime de metas.

Nos documentos de 2015, observa-se que o Copom via a inflação como resultado de choques de oferta e custos, notadamente o reajuste de tarifas públicas, combustíveis e energia elétrica, além da forte depreciação cambial. Embora houvesse consenso de que o fenômeno não se devia a excesso de demanda, o Comitê optou por uma política de juros altos para evitar que as pressões de custos contaminassem as expectativas. As atas revelam também um crescente clima de incerteza fiscal e política, com o Banco Central reconhecendo que a confiança dos agentes econômicos estava comprometida, o que amplificava os efeitos recessivos sobre o investimento e o consumo.

O desempenho econômico confirmou o agravamento da crise. O PIB recuou 3,5% em 2015 e 3,3% em 2016, totalizando uma queda acumulada de quase 8% em dois anos. O investimento produtivo e o consumo das famílias retraíram de forma expressiva, enquanto a taxa de desemprego passou de níveis historicamente baixos em 2014 para mais de 11% em 2016. Essa mudança de cenário marcou a transição de um quadro de desemprego estrutural baixo — vinculado a rigidez setorial e formalização — para um desemprego cíclico, causado pela redução da demanda agregada e da produção.

Segundo Oreiro (2017), a recessão de 2015–2016 foi a mais severa da história recente, resultado da combinação entre o colapso do investimento, o ajuste fiscal brusco e o realinhamento de preços relativos. Para o autor, a política monetária extremamente rígida, com juros elevados em um contexto de inflação de custos, agravou a queda da demanda e acentuou o desemprego. Ele destaca que o aumento de preços nesse período foi predominantemente inercial e de custos, impulsionado pelos reajustes tarifários e pela desvalorização cambial, e não por pressões de demanda.

A análise de Corsi (2018) reforça essa leitura ao apontar que o ajuste fiscal e monetário ortodoxo de 2015 foi decisivo para a profundidade da crise. O corte de investimentos públicos, a elevação simultânea dos juros e a liberação de preços represados provocaram um choque negativo sobre a renda e o consumo. De acordo com a autora, a recessão não teve origem em desequilíbrios fiscais, mas sim nas próprias políticas de austeridade, que retraíram o crédito, reduziram a rentabilidade das empresas e enfraqueceram o mercado interno.

Nas atas de 2016, o Copom reconhecia que o país atravessava uma recessão prolongada, com a atividade enfraquecida e a inflação começando a ceder. O Comitê passou então a sinalizar cautela e mudança gradual de postura, mantendo a Selic estável durante boa parte do ano e iniciando um ciclo de reduções apenas no quarto trimestre, diante do enfraquecimento da inércia inflacionária e da contração persistente da demanda agregada. Esse movimento marcou o fim do ciclo de aperto e o início de uma política mais voltada à estabilização e à recuperação econômica.

Em síntese, a leitura das atas do Copom mostra que os anos de 2015 e 2016 do Brasil foram dominados por uma inflação de custos e de recomposição de preços, agravada por uma política monetária e fiscal simultaneamente restritivas. O resultado foi um cenário de estagflação, caracterizado pela convivência entre preços elevados, queda da produção e aumento do desemprego. A recessão expôs os limites da política monetária como único instrumento de estabilização e abriu caminho para um novo ciclo de reavaliação das estratégias econômicas a partir de 2017.

4.8 Recuperação, choque da pandemia e reconfiguração econômica (2017-2021)

O intervalo entre 2017 e 2021 marca uma das etapas mais complexas da política monetária brasileira desde a adoção do regime de metas de inflação. Nesse período, a economia passou por três fases distintas: a retomada gradual pós-recessão, o impacto severo da pandemia de Covid-19 e a reabertura com pressões inflacionárias crescentes. As atas do Copom registram com precisão essas transições e refletem o esforço do Banco Central em ajustar a política monetária diante de choques simultâneos sobre a inflação, o produto e o emprego.

Nos anos 2017 a 2019, as atas indicam uma fase de normalização e alívio monetário, após a forte contração de 2015–2016. Com a inflação sob controle e o hiato do produto ainda negativo, o Copom reduziu gradualmente a taxa Selic de

14,25% para 6,5% ao ano, buscando incentivar o crédito e a retomada da atividade. Apesar disso, o crescimento foi modesto — o PIB avançou em média 1,4% ao ano, e o mercado de trabalho se reestruturava lentamente, com aumento da informalidade e do subemprego. Nesse período, a inflação era predominantemente de demanda moderada, influenciada pelo baixo dinamismo econômico e pela estabilidade das expectativas, embora persistissem traços de inflação inercial, ligados a contratos e indexações remanescentes.

O cenário muda de forma abrupta em 2020, com a chegada da pandemia. As atas do Copom retratam um choque inédito, caracterizado pela queda acentuada da produção, pela paralisação de setores inteiros e pela forte deterioração do mercado de trabalho. Em resposta, o Banco Central adotou medidas expansionistas e anticíclicas, reduzindo a Selic para 2,0% ao ano, o menor nível da história. O Comitê reconhecia que a crise era essencialmente de oferta e custos, e não de demanda — resultado da desorganização das cadeias produtivas, da elevação dos custos logísticos e da desvalorização cambial.

Como observa Kroth (2020), a pandemia representou um choque real, e não financeiro, o que limitou a eficácia da política monetária isoladamente. O autor destaca que o gasto público e as medidas de liquidez foram essenciais para conter a retração, enquanto o Banco Central atuou para preservar o crédito e estabilizar o sistema financeiro. Ainda assim, o impacto social foi intenso, refletido na expansão da informalidade e no aumento expressivo do desemprego cíclico, que ultrapassou 14% em meados de 2020.

A análise de Silva e Silva (2020) reforça esse quadro ao mostrar que a crise interrompeu o processo de recuperação iniciado após 2017. A queda de 4,1% do PIB em 2020 afetou principalmente o setor de serviços, enquanto o agronegócio atenuou parte das perdas. Os autores também apontam que o auxílio emergencial e as linhas de crédito públicas foram fundamentais para sustentar a renda das famílias e evitar um colapso ainda maior. Nesse período, predominou uma inflação de custos e oferta, associada à desvalorização cambial, à alta dos alimentos e à escassez de insumos industriais — fenômeno típico de economias afetadas por restrições produtivas e logísticas.

Já em 2021, as atas do Copom revelam o início de uma nova fase. Com a reabertura gradual da economia e o avanço da vacinação, o PIB voltou a crescer (4,8%), mas o ambiente inflacionário se deteriorou rapidamente. A inflação superou

10%, pressionada pela valorização das commodities, pela alta dos combustíveis e pela continuidade dos gargalos de oferta. Diante desse quadro, o Banco Central iniciou um novo ciclo de aperto monetário, elevando a Selic para conter o avanço dos preços e restabelecer a convergência à meta.

No conjunto, o período 2017–2021 revela uma economia em constante adaptação. A fase inicial trouxe inflação controlada e desemprego estrutural elevado, seguida pela pandemia, que gerou inflação de custos e desemprego cíclico, e, por fim, uma recuperação acompanhada de pressões inflacionárias persistentes. As atas do Copom evidenciam como a política monetária percorreu todo o ciclo — da recessão à expansão, e da expansão à nova contração — ajustando-se a um contexto de incertezas globais e de choques de natureza real, mais complexos que os observados nas décadas anteriores.

4.9 O retorno do Aperto monetário e o desafio da convergência inflacionária (2022-2024)

O período de 2022 a 2024 marca uma nova fase da política monetária brasileira, caracterizada pelo esforço do Banco Central em restaurar a estabilidade de preços e consolidar a credibilidade do regime de metas após os choques da pandemia e os efeitos da guerra na Ucrânia. As atas do Copom evidenciam uma postura de forte contenção monetária, com a Selic elevada de forma contínua até 13,75% a.a., refletindo o compromisso em combater a inflação e ancorar as expectativas, mesmo sob o custo de desaceleração do PIB e do crédito.

De acordo com Ártico e Moreira (2024), o Brasil atravessou, entre 2014 e 2023, um ciclo de instabilidade macroeconômica, no qual a alternância de governos e a falta de continuidade nas estratégias econômicas ampliaram as incertezas e dificultaram a coordenação entre política fiscal e monetária. Essa avaliação corrobora o que se observa nas atas: o Copom manteve uma condução independente, buscando reduzir os efeitos de pressões políticas e fiscais sobre a política de juros, sobretudo em 2022, quando o ambiente eleitoral e a persistência da inflação de custos desafiaram a credibilidade do regime de metas.

A inflação, que no início de 2022 superava 10%, apresentava forte caráter de custos e inercial, impulsionada por choques de commodities, desvalorização cambial e reajustes de preços administrados. O Copom reconheceu que parte dessa dinâmica

tinha origem em fatores externos, mas também em repasses internos acumulados, o que exigiu uma política contracionista prolongada. Mesmo diante de um mercado de trabalho em lenta recuperação e do PIB crescendo apenas 2,9% em 2023, o Banco Central manteve postura cautelosa, enfatizando a necessidade de reancorar expectativas e preservar a credibilidade da política monetária.

Conforme destacam Ártico e Moreira (2024), essa estratégia reflete um processo de amadurecimento institucional do Bacen, especialmente após a consolidação de sua autonomia formal em 2021. O fortalecimento da política monetária independente contribuiu para reduzir as interferências de curto prazo e reforçar o papel técnico das decisões do Copom. Nas atas de 2023, observa-se essa prudência: embora o IPCA tenha recuado para 4,6% e a Selic iniciado um ciclo de cortes graduais, a autoridade monetária manteve o discurso de vigilância sobre os preços de serviços e sobre os riscos fiscais que poderiam comprometer a convergência inflacionária.

Em 2024, com a inflação mais controlada e a retomada moderada da atividade econômica, o Copom reduziu a Selic para 10,75% a.a., sinalizando uma transição para uma política de estímulo prudente. As atas ressaltam que o quadro de inflação predominante era o de inflação inercial e de serviços, associada à recomposição de margens e à rigidez de preços no setor de serviços. O mercado de trabalho, por sua vez, manteve desemprego em torno de 7,5%, mas com alta informalidade, evidenciando um padrão de recuperação sem pleno dinamismo produtivo.

De forma geral, o período 2022–2024 reflete o desafio de equilibrar estabilidade monetária e crescimento econômico. O Copom conseguiu restaurar parte da credibilidade do regime de metas, mas a economia seguiu condicionada a fatores estruturais — como baixo investimento, informalidade persistente e dependência do setor agroexportador. Como observam Ártico e Moreira (2024), a consolidação da estabilidade no longo prazo ainda depende da coordenação entre política monetária, fiscal e reformas estruturais, capazes de reduzir a vulnerabilidade externa e dar previsibilidade às decisões econômicas.

4.10 Séries históricas

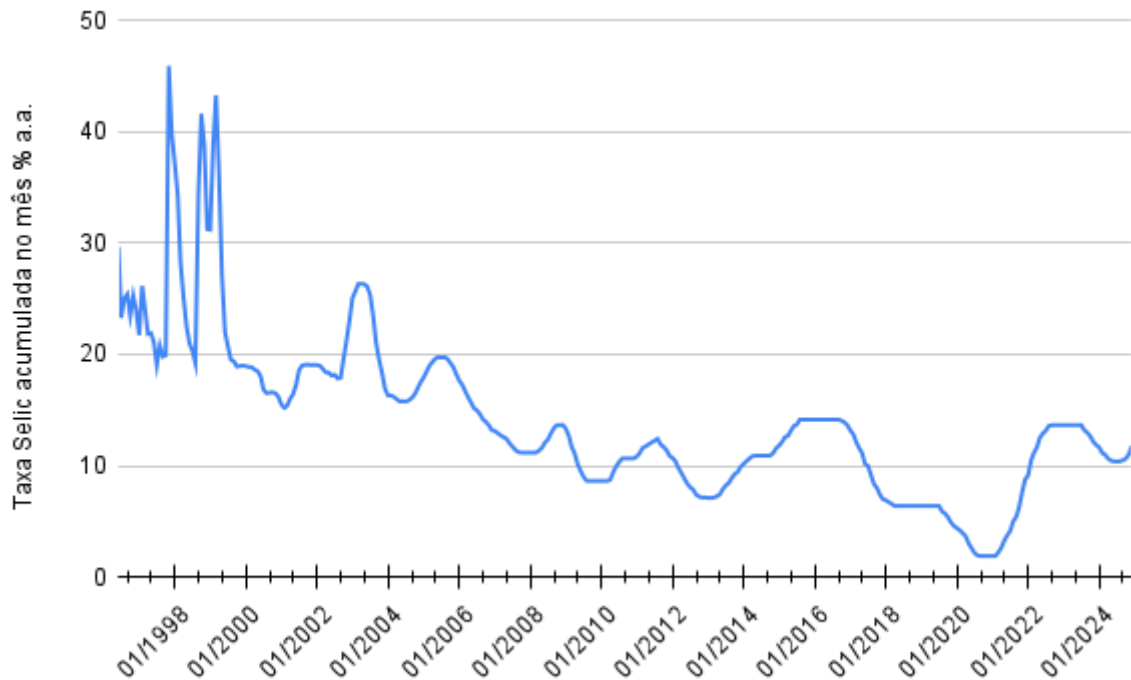
Os gráficos a seguir reúnem quatro indicadores centrais da economia brasileira: a taxa básica de juros (Selic), a inflação medida pelo IPCA, a variação real do PIB e a

taxa de desocupação. Juntas, essas séries permitem observar como a política monetária influenciou o ritmo de crescimento, os preços e o mercado de trabalho ao longo dos últimos anos. Desde a adoção do regime de metas de inflação em 1999, o Banco Central passou a utilizar a Selic como principal instrumento para controlar a inflação e garantir a estabilidade dos preços.

A Selic mostra o grau de aperto ou de estímulo monetário em cada período, enquanto o IPCA reflete o comportamento do custo de vida e serve de referência para as decisões do Copom. O PIB real indica o nível de atividade econômica e ajuda a identificar os momentos de expansão e retração da produção nacional. Já a taxa de desocupação expressa o impacto das políticas econômicas sobre o emprego, revelando como as mudanças na taxa de juros e no crescimento afetam a geração de trabalho e renda.

Analisadas em conjunto, essas séries mostram os principais ciclos econômicos brasileiros entre 1999 e 2024, evidenciando os períodos de alta e baixa da Selic, as oscilações da inflação, a resposta do PIB e as variações do desemprego. A relação entre esses indicadores ajuda a entender como o país buscou equilibrar estabilidade de preços, crescimento e emprego ao longo das diferentes fases da política monetária.

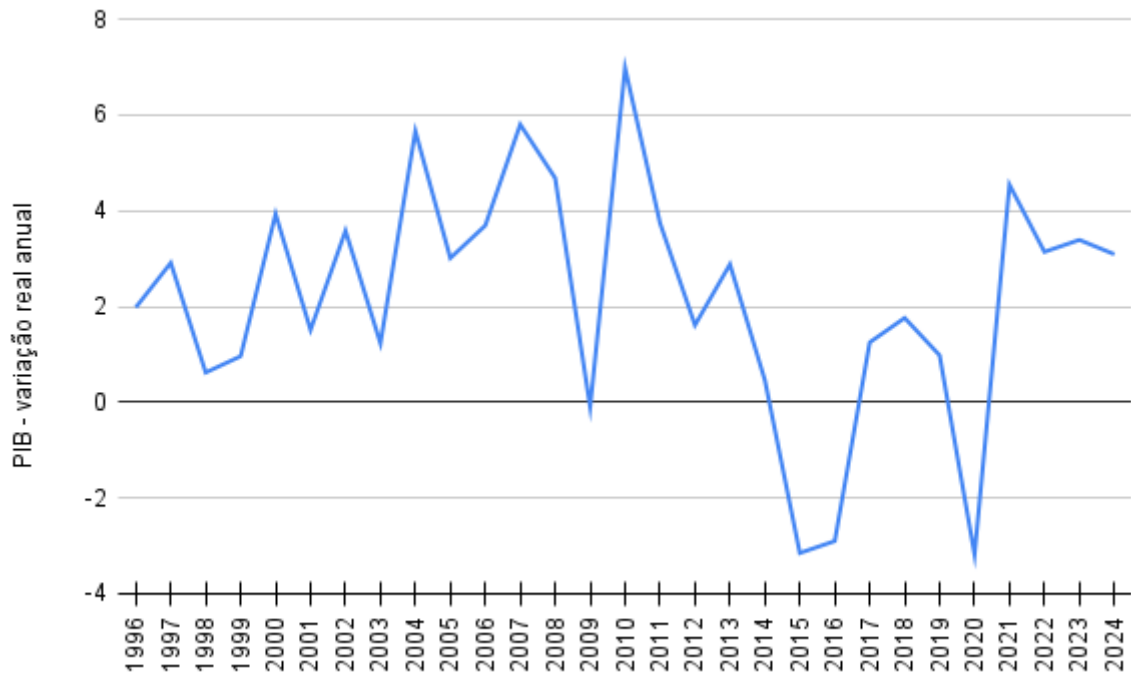
Gráfico 1 - Taxa de Juros Selic - acumulada no mês (% a.a.) 1996 a 2024



Fonte: elaborado pelo autor com dados do Banco Central do Brasil (2025).

O Gráfico 1, da taxa Selic evidencia os principais ciclos de política monetária no período analisado. Entre o fim dos anos 1990 e meados dos 2000, a taxa manteve-se em patamares elevados, refletindo o esforço de consolidação do regime de metas de inflação e o controle das expectativas após a crise cambial de 1999. A partir de 2005, observa-se um processo gradual de redução, interrompido em 2008 pela crise financeira global, que levou a cortes emergenciais seguidos de elevação em 2010. Entre 2011 e 2016, a taxa voltou a subir, alcançando níveis próximos a 14% a.a. durante a recessão. De 2017 a 2020, a Selic atingiu as menores médias históricas, chegando a 2% a.a. durante a pandemia. A partir de 2021, o ciclo de alta foi retomado para conter a inflação pós-pandemia, estabilizando-se novamente em torno de 12% a 13% a.a. em 2023–2024.

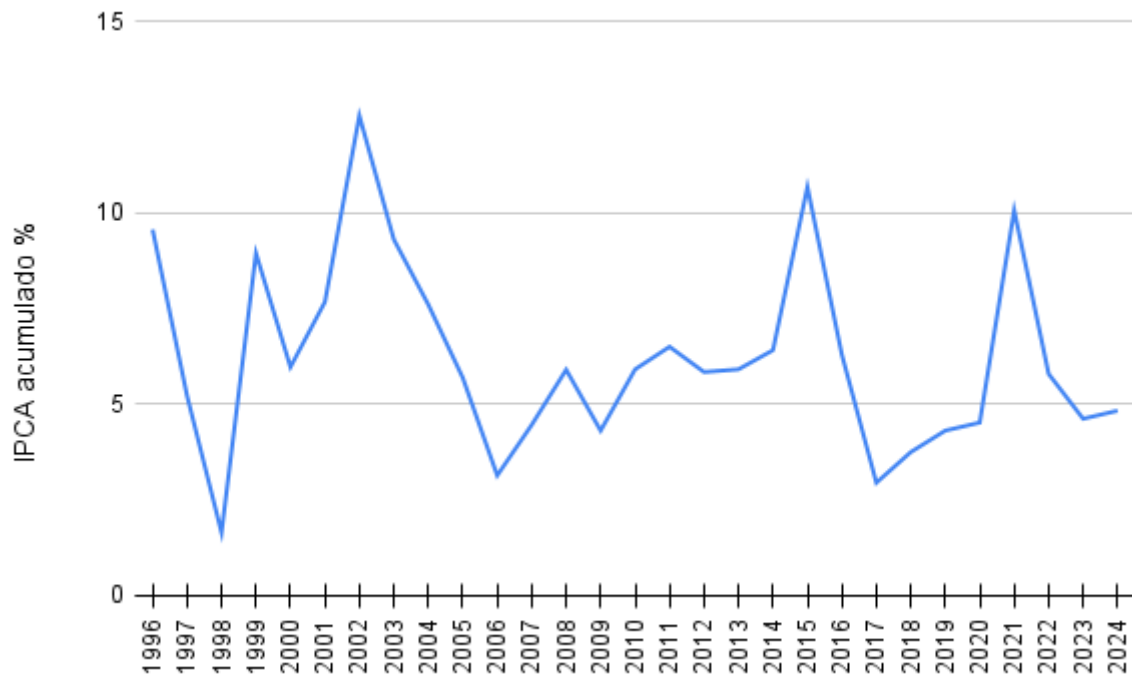
Gráfico 2 - PIB - Preços básicos - Variação real anual 1996 a 2024



Fonte: elaborado pelo autor com dados do Ipeadata (2025).

O Gráfico 2, do PIB real mostra uma trajetória marcada por fortes oscilações e choques externos. Após o ajuste cambial de 1999, o crescimento se manteve moderado até 2003. Entre 2004 e 2010, o Brasil viveu um ciclo de expansão, impulsionado pela estabilidade macroeconômica, pelo crédito e pela valorização das commodities. O PIB cresceu acima de 5% em vários anos desse período. A partir de 2011, o ritmo desacelerou, culminando na recessão de 2015–2016, com quedas acumuladas superiores a 7%. A retomada entre 2017 e 2019 foi lenta e irregular, interrompida em 2020 pela crise sanitária da COVID-19, que provocou retração de mais de 3%. A recuperação veio em 2021–2022, mas o crescimento voltou a moderar em 2023–2024, refletindo os efeitos da política monetária mais restritiva.

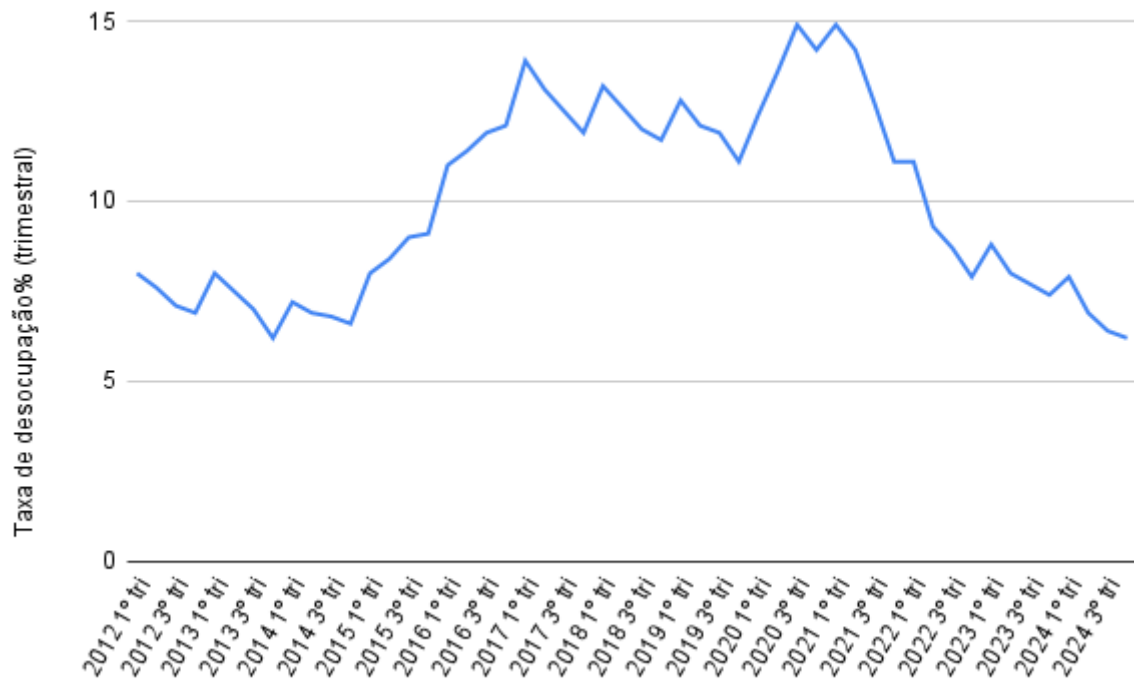
Gráfico 3 - IPCA (Inflação) acumulada % - 1996 a 2024



Fonte: elaborado pelo autor com dados do Ipeadata (2025).

O Gráfico 3, do IPCA revela o processo de estabilização de preços e as pressões inflacionárias pontuais ao longo do tempo. No início do regime de metas (1999–2003), a inflação ainda apresentava volatilidade, resultado de choques cambiais e da inércia inflacionária herdada do período anterior. Entre 2004 e 2010, o IPCA permaneceu em níveis controlados, dentro ou ligeiramente acima da meta, sustentando a credibilidade do Banco Central. O período de 2013 a 2016 marcou um aumento expressivo, ultrapassando 10% em 2015, associado à desvalorização cambial e à crise fiscal. De 2017 a 2020, a inflação ficou abaixo da meta, mas voltou a acelerar com a pandemia e os choques de oferta em 2021–2022. Em 2023–2024, as taxas voltaram a convergir gradualmente para o centro da meta, acompanhando a manutenção da Selic em patamar elevado.

Gráfico 4 - Taxa de desocupação trimestral % 2012 a 2024



Fonte: elaborado pelo autor com dados do Ipeadata (2025).

O Gráfico 4, da taxa de desocupação mostra o comportamento do mercado de trabalho nacional nos últimos doze anos, visto que em 2012 o IBGE implementou a PNAD contínua, adotando uma nova metodologia ampliando a cobertura geográfica, o que inviabiliza a comparação direta com séries anteriores. Entre 2012 e 2014, o desemprego manteve-se em níveis historicamente baixos, próximos de 6%, reflexo do aquecimento econômico e do crédito em expansão. A partir de 2015, o índice disparou com a recessão, alcançando 13,7% em 2017. Nos anos seguintes, houve queda gradual, mas o impacto da pandemia em 2020 levou a nova elevação, superando 14%. Desde 2022, observa-se uma melhoria contínua, acompanhando a recuperação do PIB e a recomposição dos setores de serviços e comércio, com a taxa voltando a patamares próximos de 8% em 2024.

A leitura conjunta dos quatro indicadores confirma o padrão de resposta da economia brasileira aos ciclos de política monetária. Os períodos de elevação da Selic coincidem, em geral, com desaceleração do PIB e aumento do desemprego, refletindo o caráter contracionista dos juros sobre a atividade econômica. Por outro lado, as fases de redução da taxa básica tendem a estimular o crescimento e a recuperação do mercado de trabalho, embora a resposta ocorra com defasagem temporal.

A inflação (IPCA) apresenta relação direta com a condução da política monetária: choques inflacionários levam a ajustes de alta na Selic, enquanto períodos de estabilidade permitem afrouxamento. Essa dinâmica evidencia a atuação do Banco Central no regime de metas de inflação, buscando equilibrar o controle de preços com a sustentação da atividade econômica.

Em síntese, as séries históricas mostram uma economia sujeita a choques externos, desafios fiscais e limitações estruturais, mas também períodos de estabilidade e recuperação. Entre 1999 e 2024, a interação entre juros, inflação, PIB e desemprego revela o esforço contínuo de coordenação das políticas monetária e fiscal para preservar o poder de compra, o crescimento e o emprego.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise histórica realizada permite identificar que a taxa de juros no Brasil é influenciada por um conjunto amplo de fatores que se consolidaram ao longo das décadas como determinantes para a condução da política monetária. Entre eles, destacam-se a inflação corrente e esperada, o nível de atividade econômica, o hiato do produto, as condições do mercado de trabalho, a situação fiscal do Estado, o ambiente externo, a dinâmica cambial e o grau de credibilidade institucional do regime de metas de inflação. Esses elementos, em diferentes combinações ao longo do período, moldaram o contexto no qual as decisões da autoridade monetária foram tomadas.

A inflação ocupa posição central entre esses fatores, pois, no regime de metas, a taxa básica de juros é o principal instrumento utilizado para ancorar expectativas e conter pressões de demanda ou de custos. Da mesma forma, indicadores de produção e emprego ajudam a sinalizar o ritmo da atividade econômica: quando há sinais de aquecimento e pressões de demanda, a elevação dos juros atua para evitar desequilíbrios; em momentos de desaceleração, a redução dos juros busca estimular crédito, investimento e consumo. Assim, inflação, nível de atividade e mercado de trabalho formam o núcleo das variáveis cíclicas que orientam a calibragem da política monetária.

Além desses elementos cíclicos, fatores estruturais também influenciam decisivamente a taxa de juros. A situação fiscal, refletida na trajetória da dívida pública e na percepção de risco soberano, eleva ou reduz o prêmio exigido pelos investidores, condicionando o espaço de atuação do Banco Central. O ambiente externo, marcado por choques de commodities, ciclos internacionais de liquidez e movimentos da taxa de juros global, afeta o custo de financiamento do país e a entrada de capitais, repercutindo sobre o câmbio e, conseqüentemente, sobre os preços internos. Por fim, a credibilidade institucional do regime de metas e da própria autoridade monetária fortalece ou fragiliza o poder da taxa de juros em estabilizar expectativas. Em conjunto, esses fatores estruturam o cenário no qual a política monetária busca equilibrar inflação, atividade econômica e estabilidade financeira.

A trajetória da política monetária brasileira entre 1970 e 2024 revela um processo contínuo de transformação estrutural e institucional, que acompanha a própria evolução da economia nacional. Embora o recorte da pesquisa se concentre

nesse intervalo, é necessário retornar brevemente ao período entre 1964 e 1969 para compreender as origens das políticas e dos instrumentos que influenciariam as décadas seguintes. Nos primeiros anos analisados, o país ainda não contava com uma taxa de juros de referência de mercado. O controle monetário era feito por meio de mecanismos de indexação, como a ORTN e, posteriormente, a OTN e a TR, criados para preservar o poder de compra dos ativos e corrigir os efeitos da inflação sobre contratos e títulos públicos.

Esses instrumentos contribuíram para estabilizar parcialmente as expectativas, mas também acabaram consolidando um processo de inflação inercial, sustentado pela própria lógica da correção monetária. Nesse cenário, prevalecia o pensamento desenvolvimentista de base estruturalista, que atribuía ao Estado um papel central na promoção do crescimento e via a inflação como consequência de desequilíbrios produtivos e distributivos. Assim, o foco das políticas públicas recaía sobre a ampliação da capacidade produtiva e a superação dos gargalos estruturais, ainda que isso significasse conviver com taxas de inflação elevadas.

A partir de meados da década de 1990, especialmente após o Plano Real e a adoção do regime de metas de inflação em 1999, a política monetária brasileira passou a se orientar pelos fundamentos do pensamento Novo-Keynesiano. Nesse contexto, a taxa de juros assumiu o papel de principal instrumento de estabilização, sendo utilizada para ajustar a demanda agregada de acordo com o comportamento da inflação e do nível de atividade econômica.

A atuação do Banco Central passou a seguir uma lógica mais moderadora: elevações da Selic em momentos de superaquecimento e reduções quando o crescimento perdia fôlego. Essa estratégia trouxe avanços importantes em termos de credibilidade e estabilidade, mas também impôs custos relevantes sobre o crescimento e o emprego, em uma economia ainda marcada por baixa elasticidade de oferta e restrições estruturais persistentes. Assim, consolidou-se um padrão de política monetária sustentado pela confiança institucional e pela disciplina fiscal, mas que manteve o país vulnerável a choques externos e à rigidez de juros reais elevados.

A análise das últimas cinco décadas mostra uma relação complexa entre juros, inflação, PIB e emprego. Nos períodos de expansão, o crescimento econômico frequentemente veio acompanhado de pressões inflacionárias e desequilíbrios externos, enquanto nas fases de aperto monetário a estabilidade de preços foi obtida, em geral, à custa de maior desemprego e desaceleração do produto. O país passou

de uma visão em que a inflação era considerada estrutural e inercial para outra que a entende como resultado do excesso de demanda e das expectativas, ainda que persistam obstáculos de natureza fiscal, cambial e distributiva. Ao longo desse processo, elementos estruturais como a indexação parcial de preços e contratos, a dependência cambial e a forte presença do capital financeiro continuaram a influenciar a condução da política monetária, o que ajuda a explicar suas limitações diante das causas mais profundas da inflação.

Conclui-se que a taxa de juros se consolidou como o principal instrumento de estabilidade macroeconômica no Brasil, especialmente dentro do tripé formado por metas de inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal. Esse arranjo institucional, vigente desde o final da década de 1990, buscou conferir previsibilidade e credibilidade à política econômica, combinando o controle da demanda agregada com o equilíbrio das contas públicas.

A coordenação entre política monetária e política fiscal mostrou-se fundamental para a eficácia desse sistema. Momentos de desalinhamento entre as duas, como a expansão fiscal em períodos de aperto monetário, deixaram evidentes as limitações de um ajuste baseado apenas na elevação dos juros. Em um contexto marcado por choques externos, rigidez estrutural e alta concentração de renda, o simples uso da taxa de juros não tem sido suficiente para garantir um crescimento sustentado nem para reduzir as desigualdades. Assim, compreender o papel da taxa de juros vai além de seu aspecto técnico, trata-se de reconhecer sua importância estratégica na construção de um projeto no desenvolvimento do nosso país, que una estabilidade, crescimento e inclusão social.

Em síntese, confirma-se a hipótese de que a taxa de juros, embora essencial para o controle da inflação, tem eficácia limitada diante dos condicionantes estruturais da economia brasileira. A pesquisa também reconhece algumas limitações relacionadas tanto à disponibilidade de documentos oficiais quanto à abrangência temporal do recorte analisado. O período analisado com quase seis décadas, ainda que proporcione uma visão ampla da evolução da política monetária, impõe restrições quanto à profundidade de análise de certas fases e instrumentos específicos. Além disso, parte dos registros históricos, como atas, relatórios e circulares do Banco Central e do Ministério da Fazenda, permanece concentrada em acervos físicos, o que dificulta o acesso a detalhes operacionais das decisões de política econômica nos anos iniciais.

Diante dessas limitações, considera-se que estudos futuros com recortes temporais mais delimitados possam aprofundar a análise da relação entre a política de juros, as políticas públicas e os indicadores de bem-estar social. Investigações dessa natureza podem contribuir para compreender de forma mais precisa não apenas os mecanismos de estabilização macroeconômica, mas também os efeitos concretos da política monetária sobre o desenvolvimento e a qualidade de vida da população brasileira.

REFERÊNCIAS

ABREU, M. P. **A Ordem do progresso**: dois séculos de política econômica no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

ANTONIOLI, G. L. A. **Políticas anticíclicas**: a luta do Japão contra a deflação. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2015.

ARIDA, P.; RESENDE, A. L. **Inertial inflation and monetary reform in Brazil**. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 1985.

ASSOCIAÇÃO DOS ADVOGADOS DE SÃO PAULO (ASSP). **São Paulo, São Paulo**. Índices econômicos mensais - ORTN. Disponível em: <https://www.aasp.org.br/produtos-servicos/indices-economicos/mensal/ortn/>. Acesso em: 22 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Brasília**: BACEN, 2024. Atas das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), 2022–2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos>. Acesso em: 10 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxa de Juros Selic - acumulada no mês (%a.a.)**. Brasília: BACEN, 2025. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 24 out. 2025.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Pearson, 2011.

BRASIL. **Lei nº 5.727, de 4 de novembro de 1971**. Dispõe sobre o Primeiro Plano Nacional de Desenvolvimento (1972-1974). Diário Oficial da União, Brasília, 5 nov. 1971. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1970-1979/l5727.htm. Acesso em: 22 out. 2025.

BRASIL. **Lei nº 6.151, de 4 de dezembro de 1974**. Dispõe sobre o Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (1975-1979). Diário Oficial da União, Brasília, 6 dez. 1974. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1970-1979/l6151.htm. Acesso em: 22 out. 2025.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A descoberta da inflação inercial. **Revista Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 167-192, jan/fev. 2010.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 4, p. 555–572, out./dez. 2012.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Globalização e competição**: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **O Conceito de desenvolvimento econômico**. EESP/FGV, 2008. 46 p. (Texto para discussão, n. 157). Disponível em: <https://www.bresserpereira.org.br/papers/2008/08.18.ConceitoHist%C3%B3ricoDesenvolvimento>. Acesso em: 10 abr. 2025.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Macroeconomia da estagnação**: crítica à ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. São Paulo: Editora 34, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C. The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 28, p. 47-71, 2008.

BUZINARO, A. C. **Uma análise dos principais indicadores macroeconômicos da China (1980 a 2018)**. Instituto de Economia e Relações Internacionais, Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2021.

CARVALHO, F. J. C. **Fundamentos da escola pós-keynesiana**: a teoria de uma economia monetária. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988. p. 27. (Texto para discussão, n. 176).

CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. R.; STUDART, R. **Economia monetária e financeira**. 3. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2015.

CHOCIAY, H.; NEVES, L. S. O conceito de juros em Marx e Keynes e sua influência sobre os modelos de crises financeiras. **Contribuições para a economia**. [S. l.], v. 6, n. 1, 2009. Disponível em: <https://www.contribucoesalaeconomia.com/index.php/contribucoes-economia/article/view/1287>. Acesso em: jun. 2025.

CORSI, M. S. Da recessão à frágil recuperação: uma análise da política econômica (2015–2018). **Revista de Economia Contemporânea**, v. 22, n. 3, p. 1-23, 2018.

DAMMSKI, B. R.; CAVALIERI, M. A. R.; PINTO, J. S. P. Mapeando o Pós-Keynesianismo: uma abordagem cientométrica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 47, n. 4, p.741-772, out./dez., 2017.

DINIZ, E. M. Gradualismo e inercialismo. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 45, n. 3, p. 429-440, 1991.

FERREIRA, G. G. **Uma análise sobre a dinâmica dos fluxos de capitais para China a partir dos anos 2000**. Instituto de Economia e Relações Internacionais, Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2023.

FRAGA, J. S.; STRACHMAN, E. Crise financeira: o caso japonês. **Nova economia**. v. 23, p. 521-554, 2013.

FRAGA, J. S. **Crise econômica no Japão após os anos 90**. 2011. Dissertação (mestrado em Ciências Econômicas) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp, Araraquara-SP, 2011.

FURTADO, C. **Em busca de novo modelo**: reflexões sobre a crise contemporânea. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 2002.

GIAMBIAGI, F. *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea (1945–2010)**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GORENDER, J. Prefácio do O Capital. In MARX, K. **O capital**: crítica da economia política. Livro I: o processo de produção do capital. v. 1. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Coleção Os Economistas).

GRANDI, G. Revisitando o tema da inflação inercial no Brasil. **Informações Fipe**, Economia e História, p. 37-46, 2021.

HARVEY, D. **O novo imperialismo**. São Paulo: Edições Loyola, 2003.

HUNT, E. K.; LAUTZENHEISER, M. **História do pensamento econômico**: uma perspectiva crítica. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Carta de Conjuntura nº 28**. Brasília: IPEA, 2015. Disponível em: https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura/carta_de_conjuntura_28.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Carta de Conjuntura n. 60**. Brasília: IPEA, 2024. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2023/07/230717_cc_60_nota_6_setor_externo.pdf. Acesso em: 15 out. 2025.

IPEADATA. **Índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA)**: taxa de variação (PRECOS_IPCAG). 2025. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?module=m&serid=1410807112&oper=view>. Acesso em: 24 out. 2025.

IPEADATA. **Produto interno bruto (PIB) a preços básicos**: variação real anual. 2025. Disponível em: https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?module=m&oper=vi&serid=1184389742&utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 24 out. 2025.

IPEADATA. **Taxa de desocupação das pessoas de 14 anos ou mais de idade, na semana de referência**. 2025. Disponível em:

<https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=1347352645>. Acesso em: 24 out. 2025.

JOSÉ, C. R.; GAMBI, T. F. R. Capitalismo monopolista: de Baran e Sweezy ao debate brasileiro. **Revista Debate Econômico**, v. 2, n. 2, p. 31-52, 2014.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Coleção Os Economistas).

KROTH, D. C. A economia brasileira frente à pandemia do COVID-19: entre as prescrições e as propostas do governo. **Revista de Administração Pública e Gestão Social**, v. 12, n. 3, p. 45-62, 2020.

LACERDA, A. C. **Economia brasileira**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

LOPES, H. C. **Inflação e os planos cruzado e real: uma análise institucionalista**. 2011. Tese de conclusão de curso (Pós Graduação em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2011.

LOUREIRO, A. S.; BARBOSA, F. H. Dívida pública e prêmio de risco dos Títulos Públicos no Brasil. **Notas técnicas do Banco Central do Brasil**, Brasília, n. 42, p. 1-28, nov. 2003

MANKIWI, N. G. **Macroeconomia**. 10. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2021.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARX, K. **O capital: crítica da economia política**. Livro I: o processo de produção do capital. v. 1. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Coleção Os Economistas).

MATOS, P. O. **Análise dos planos de desenvolvimento elaborados no Brasil após o II PND**. 2002. Dissertação (Mestrado em Ciências, área de Concentração: Economia Aplicada) - Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

MENDONÇA, H. F.; DEZORDI, L. L.; CURADO, M. L. **A determinação da taxa de juros em uma economia sob metas de inflação: o caso brasileiro**. Porto alegre: Indicadores econômicos FEE. v. 33, n. 3, p. 97-110, 2005. Disponível em: <<https://revistas.planejamento.rs.gov.br/index.php/indicadores/article/view/1155/1497>>. Acesso em: abr. 2025.

MILL, J. S. **Princípios de economia política: com algumas de suas aplicações à filosofia social**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Coleção Os Economistas).

MORESI, E. **Metodologia de pesquisa**. Brasília: UCB, 2003.

NIEMEYER, L. M. Altas taxas de juros reduzem a taxa de inflação? Revisitando Wicksell com uma perspectiva da economia clássica e estruturalista. São Paulo: **Desenvolvimento brasileiro em debate**, v. 1, p. 97-112, 2017.

NONNENBERG, M. J. B. China: estabilidade e crescimento econômico. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, n. 2, p. 201-218, 2010.

NONNENBERG, M. B.; LEVY, P. M.; NEGRI, F.; COSTA, K. **O crescimento econômico e a competitividade chinesa**. Nota Técnica, boletim de conjuntura, IPEA, n. 73, jun. 2006.

OREIRO, J. L. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. **Revista de Economia Política**, v. 37, n. 3, p. 503-524, 2017.

PINHEIRO, A. C.; GIAMBIAGI, F.; GOSTKORZEWICZ, J. O desempenho macroeconômico do Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, 1º ed. p. 11-42, 1999.

PINTO, A. Concentración del progreso técnico y de sus frutos en el desarrollo latinoamericano. **El trimestre económico**, v. 63, n. 249, p. 371-443, 1996.

RESENDE, A. L. **Juros, moeda e ortodoxia**: teorias monetárias e controvérsias políticas. São Paulo: Editora Schwarcz, 2017.

RICARDO, D. **Princípios de economia política e tributação**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Coleção Os Economistas).

ROMER, D. **Advanced Macroeconomics**. 4. ed. New York: McGraw-Hill, 2012.

SILVA, P. R.; SILVA, M. L. Economia brasileira pré, durante e pós-pandemia do COVID-19: impactos e reflexões. **Revista de Estudos Econômicos**, v. 45, n. 2, p. 23-40, 2020.

SILVA NETO, J. G. **A teoria monetária moderna aplicada ao caso japonês**. Monografia (Ciências Econômicas) - Instituto de Economia e Relações Internacionais, Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2024.

SILVA, M. L. F. Plano Real e âncora cambial. **Revista de Economia Política**, Brasília, v. 22, n. 3, p. 387-407, jul/set. 2002.

SIMONSEN, M. H. **Inflação**: gradualismo x tratamento de choque. Rio de Janeiro: APEC, 1970.

TARIFA, M. R.; RIPPEL, R. Planejamento e desenvolvimento brasileiro: análise histórica sob a perspectiva tributária inserida nos PNDs I e II. **Revista FAE**, Curitiba, v. 19, n. 2, p. 6-21, jul./dez. 2016. Disponível em:

<https://revistafae.fae.emnuvens.com.br/revistafae/article/view/99>. Acesso em: 22 out. 2025.

TAVARES, M. C. **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. São Paulo: UNICAMP, 1998.

TAVARES, M. C. **Acumulação de capital e industrialização no Brasil**. 3. ed. São Paulo: UNICAMP, IE. 1998.

TERNOSKI, S.; COSTA, Z. F.; MENON, R. A. **A pesquisa quantitativa e qualitativa nas ciências sociais aplicadas**. Ponta Grossa: Atena, 2022.

VASCONCELLOS, M. A. S. **Economia**: Micro e macro. 5. ed. São Paulo: Atlas 2011.

VIEIRA, E. F. Planos nacionais de desenvolvimento. **Instituto Histórico e Geográfico do Rio Grande do Sul**, 2012. Disponível em: <https://ihgrgs.org.br/artigos/membros/Euripedes%20Falc%C3%A3o%20Vieira%20-%20Planos%20Nacionais%20de%20Desenvolvimento.pdf>. Acesso em: 22 out. 2025.

WELTER, C. A. *et al.* Os planos de estabilização heterodoxos: principais efeitos para a economia brasileira no período de 1985 a 1989. **Brazilian Journal of development**, Curitiba, v. 7, n.3, p. 23814-23836, mar. 2021.

WOODFORD, M. **Interest and Prices**: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton: Princeton University Press, 2003.