

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO CENTRO OESTE, UNICENTRO

SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS, SESA

CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS, DECON

LEONARDO MOREIRA HECKLER

**CARACTERÍSTICAS DA POLÍTICA MONETÁRIA NOS GOVERNOS
DILMA VANA ROUSEFF (2011-2016)**

**Guarapuava/PR
2023**

LEONARDO MOREIRA HECKLER

**CARACTERÍSTICAS DA POLÍTICA MONETÁRIA NOS GOVERNOS
DILMA VANA ROUSEFF (2011-2016)**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Centro Oeste, UNICENTRO, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel, sob orientação da Profa.: Dra. Sandra Mara Mattos.

**Guarapuava/PR
2023**

LEONARDO MOREIRA HECKLER

**CARACTERÍSTICAS DA POLÍTICA MONETÁRIA NOS GOVERNOS DILMA VANA
ROUSEFF (2011-2016)**

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

Profa. Dra. Sandra Mara Mattos
Orientadora

Profa. Dra. Zoraide da Fonseca Costa
Avaliadora

Prof. Dr. Marcio Marconato
Avaliador

Aprovado em: 07/02/2024

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela oportunidade e por me dar a vida e força. Contudo, não posso esquecer, dos que me permitiram e me ajudaram a chegar até aqui. Agradeço a minha família, em especial aos meus pais: Leonilda Moreira Heckler e Valdecir Heckler que me apoiaram e me deram suporte principalmente no primeiro ano letivo, onde prestei o serviço obrigatório no Exército Brasileiro; também agradeço a minha esposa, Thais Luana Dalla Costa de Moraes Heckler, que me inspira e me move a buscar crescimento pessoal e profissional. Não poderia deixar de agradecer, minha orientadora Profa. Dra. Sandra Mara Mattos, que me apoiou, dando suporte e instrução, além de me apoiar no momento em que passei por mudança de cidade. Não existem palavras que expressem gratidão a todos estes mencionados que fizeram de tudo e me ajudaram para que este presente momento fosse possível. Além disso, agradeço meus colegas de turma em que passamos juntos estes anos e demais professores que corroboraram para a conclusão do curso.

*“O único lugar aonde o sucesso vem
antes do trabalho é no dicionário”.
(Albert Einstein).*

RESUMO

A política monetária exerce papel fundamental na economia, pois pode controlar a inflação e o câmbio, porém, ela pode acarretar impactos negativos em uma economia quando possui características excessivamente conservadoras. O Brasil, possui um histórico de altas taxas de juros desde os anos de 1990, influenciado grandemente pelo Regime de Metas para Inflação (RMI) adotado em 1999. Contudo, taxas de juros elevadas tendem a favorecer um grupo de setores, como: os rentistas e o setor financeiro, suscitando críticas e impactos negativos na economia. Durante os mandatos do presidente Lula, a política teve características ortodoxas, com taxa de juros elevada. Durante o governo Dilma, houve uma pequena ruptura dessa característica, pois observou-se uma redução da taxa de juros ao menor piso histórico desde 1999 em 2012, mas voltou a subir as taxas em 2013. O presente trabalho analisa a política monetária durante o governo Dilma (2011-2016), buscando compreender o comportamento da taxa de juros e a influência de fatores econômicos nas decisões do Banco Central, a fim de entender o real motivo da retomada à política monetária ortodoxa por meio de análises bibliográficas e das atas do Copom. Percebeu-se que Dilma em seus governos não foi capaz de romper com as características de política monetária ortodoxa vigente, pois não houve fatores que sustentasse a queda de juros no período. A compreensão dessas dinâmicas é essencial para perceber como as decisões afetam a população e a economia em geral.

PALAVRAS CHAVE: Taxa de juros, Regime de Metas para Inflação, Política ortodoxa.

ABSTRACT

Monetary policy plays a fundamental role in the economy, as it can control inflation and exchange rates, however, it can have negative impacts on an economy when it has excessively conservative characteristics. Brazil has a history of high interest rates since the 1990s, largely influenced by the Inflation Targeting Regime (RMI) adopted in 1999. However, high interest rates tend to favor a group of sectors, such as: rentiers and the financial sector, raising criticism and negative impacts on the economy. During President Lula's terms, the policy had orthodox characteristics, with high interest rates. During the Dilma government, there was a small break in this characteristic, as there was a reduction in the interest rate to the lowest historical level since 1999 in 2012, but rates rose again in 2013. This work analyzes monetary policy during the government Dilma (2011-2016), seeking to understand the behavior of the interest rate and the influence of economic factors on the Central Bank's decisions, in order to understand the real reason for the return to orthodox monetary policy through bibliographical analyzes and Copom minutes. It was noticed that Dilma in her governments was not able to break with the characteristics of the current orthodox monetary policy, as there were no factors that supported the drop in interest rates during the period. Understanding these dynamics is essential to understand how decisions affect the population and the economy in general.

KEY WORDS: Interest rate, Inflation Targeting Regime, Orthodox policy.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	11
2.1 Abordagem Clássica	11
2.2 Abordagem Keynesiana	13
2.2.1 Demanda por moeda e preferência pela liquidez	15
2.2.2 Motivos para demandar a moeda	15
2.3 Política Monetária.....	18
2.3.1 Depósitos compulsórios	19
2.3.2 Política de redesconto	20
2.3.3 Operações de mercado aberto (<i>Open market</i>).....	21
2.3.4 Mecanismos de transmissão da política monetária	22
2.3.5 O Banco Central do Brasil	25
2.3.6 Objetivos e as funções do Banco Central do Brasil.....	27
2.3.7 Regimes de metas de inflação	28
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	31
4 CARACTERÍSTICAS DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS GOVERNOS DILMA	33
4.1 Governo Lula.....	33
4.2 Governo Dilma Rousseff	35
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
6 REFERÊNCIAS.....	45

1 INTRODUÇÃO

A política monetária possui um papel fundamental nas economias, pois por meio da utilização da taxa de juros, sua principal ferramenta, possui o poder de influenciar a quantidade de moeda em circulação, afetando sua demanda ou oferta. Além de poder influenciar outras variáveis econômicas, como a inflação, câmbio, entre outras.

Percebe-se que ao longo do tempo a política monetária acabou ganhando mais importância pois as economias passaram por um processo de financeirização que segundo Bruno (2011) é um processo, em que o padrão de acumulação de riquezas das economias acontece por meio dos canais financeiros e não mais pelos canais industriais, como comércio, agricultura e indústrias. Sendo assim, devido a maior relevância da acumulação financeira, o comportamento do preço dos ativos financeiros passou a ter significativa importância nos interesses econômicos. (MARTINS, 2022).

Para Keynes (1964) a taxa de juros é o prêmio pela renúncia a liquidez pelo qual o agente decide deixar de ter seus recursos líquidos e ter títulos públicos caso a taxa de juros esteja alta. Nisto encontra-se a importância da política monetária, pois por meio do seu principal instrumento, a saber a taxa de juros, as autoridades econômicas conseguem equilibrar a rentabilidade dos ativos, definindo um piso para a remuneração do capital, principalmente o capital rentista. (MARTINS, 2022).

No Brasil, observa-se que desde a década de 1990, o país ocupa de forma constante o topo do *ranking* de taxa de juros, reais e nominais no mundo. Pode-se destacar que parte deste resultado é advindo do Regime de Metas para Inflação (RMI), adotado em 1999 como um dos tripés macroeconômicos, juntamente com o câmbio flutuante e a meta fiscal. O objetivo da implantação do RMI é justamente, trazer uma maior credibilidade a autoridade monetária e segurança para o mercado, com uma garantia de que o país terá um maior compromisso com a estabilidade de preços.

Contudo, observa-se que as elevadas taxas de juros acabam por beneficiar um setor em específico mais dependente delas na economia, o setor financeiro, como também a pequena parcela rentista da população. (MARTINS, 2022). Devido a isto, vários estudos heterodoxos têm criticado o RMI, com o intuito de entender o real motivo de taxas reais elevadas no país, tal comportamento tende a prejudicar

economia, pois, com taxas elevadas, a demanda por moeda diminui, podendo enfraquecê-la. Este comportamento é conhecido como, rigidez monetária. (NADER, 2018).

Nos dois mandatos do presidente Lula que foram entre os anos de 2003 a 2010, observa-se que não houve muitas alterações quanto ao que vinha sendo feito por meio da política macroeconômica do governo de Fernando Henrique Cardoso – FHC. Observa-se presente em seus mandatos a Meta de inflação, câmbio flexível e superávit primário (RMI), como principal norteador da política econômica adotada. Esta forma de política econômica, evidenciava a presença de elevadas taxas de juros e a valorização da moeda. (CORSI, 2016).

Em relação à política econômica, o primeiro mandato em 2003 de Lula manteve as características ortodoxas em seu governo, mantendo taxa de juros elevadas e a sobreapreciação do câmbio. Contudo, a partir do final de seu primeiro mandato em 2006 e início de seu segundo mandato em 2007, observa-se relatos do crescimento em seu governo, porém os relatos se mostram temporárias, grandemente influenciadas pela conjuntura internacional e o aumento do consumo do mercado interno. (BRESSER-PEREIRA, 2013).

O primeiro governo da presidente Dilma Rousseff (2011-2014), foi marcado por uma ruptura ao conservadorismo histórico, marco que se caracteriza por uma flexibilização à condução da política monetária, onde o Banco Central do Brasil (Bacen), por meio do Comitê de Política Monetária reduziu a taxa básica de juros (Selic) ao seu menor patamar histórico em outubro de 2012 (7,25% a.a.). Além disso, o governo procurou adotar medidas macroprudenciais no crédito e no câmbio, juntamente com a redução da taxa de juros, com o intuito de conter a inflação no período.

Contudo, a ruptura ao conservadorismo perdurou por pouco tempo, pois em abril de 2013, o Bacen novamente voltou a elevar a taxa básica de juros. Sobretudo, além do cenário econômico local desfavorável, com a inflação crescente, pode-se observar que por trás das decisões tomadas sobre a manutenção da taxa de juros, existe conforme Keynes (1964) chama uma convenção, ou seja, diferentes grupos com interesses na elevação da taxa de juros, que pressionam o Bacen a manter a taxa de juros real em patamares elevados.

Sendo assim, o governo de Dilma voltou a praticar características de governo ortodoxa, caracterizado por altas taxas de juros e um câmbio apreciado. Mas, quais

seriam os fatores que levaram o governo a retroceder as características ortodoxas, rompendo o conservadorismo?

Para isso, o presente trabalho tem como principal objetivo, observar as características da política monetária no governo Dilma entre os períodos de 2011 a 2016, descrevendo o comportamento da taxa de juros e o desempenho do Bacen neste período e por meio deste contexto, poder assim responder o problema levantado durante a pesquisa.

Por fim, o presente trabalho, justifica-se na importância da compreensão das características relacionadas às políticas monetárias. Pois por meio desta compreensão, é possível observar como foi o comportamento da política monetária em meio às pressões da economia e perceber como indiretamente as decisões tomadas pelas autoridades monetárias sofrem influência da pequena parcela da população que detêm a maior riqueza e torna-se beneficiada com o aumento da taxa de juros. Sobretudo, a análise do presente trabalho nos trará clareza a respeito da influência da taxa de juros na política monetária dos governos Dilma Rousseff.

Sendo assim, nas próximas seções abordaremos dentro do referencial teórico as teorias clássicas e Keynesianas, além de mostrar detalhadamente o que é política monetária e seus instrumentos, abordando também a história da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e a história do Bacen, bem como a abordagem do surgimento do Regime de Metas para Inflação (RMI).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A maneira de olhar a moeda, determinando se possui ou não um caráter neutro, tem relação com a taxa de juros e a inflação, pontos importantes da política monetária. (GALLERY, 2022). Sobretudo, a condução da política monetária utilizando seu principal instrumento, a saber a taxa de juros, pode certamente influenciar a demanda agregada, inflação e o desemprego.

Observa-se questionamentos da política monetária quanto a eficiência na estabilização da economia, podendo levar em consideração a eficiência da sua condução. Sobretudo, de antemão cabe ressaltar a importância do entendimento das correntes teóricas sobre a política monetária com foco na teoria Keynesiana e pós Keynesiana para compreendermos a origem das decisões.

Além disso, torna-se de extrema importância entender como funciona o processo da condução da política monetária e seus principais instrumentos e efeitos na economia. O presente trabalho abordará na primeira seção uma análise sobre a teoria clássica e keynesiana, mostrando pontos importantes mencionados por Keynes na condução da política monetária.

Na segunda seção, busca-se trazer de forma detalhada o que é política monetária e seus principais instrumentos, a saber: taxa de juros, open market, depósitos compulsórios e taxa de redesconto. Além disso, abordaremos os mecanismos de transmissão da política monetária. Por fim, aborda-se a história da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e a história do Bacen, bem como a abordagem do surgimento do Regime de Metas para Inflação (RMI).

2.1 Abordagem Clássica

A economia clássica surgiu durante os séculos XVI e XVII, como uma controversa as doutrinas mercantilistas que acreditavam que a riqueza de uma nação era determinada pela quantidade de metais preciosos que o país possuía e de que havia a necessidade da ação do estado que direcionaria o desenvolvimento do sistema capitalista. Os economistas clássicos acreditavam na importância de fatores

reais, como uma multiplicação de avanços tecnológicos em máquinas e certamente um aumento significativo nos estoques como sendo fatores na determinação da riqueza das nações. (FROYEN, 2013).

Além da crença de fatores reais na determinação da riqueza das nações, os clássicos acreditavam firmemente no livre mercado anulando a ação do governo no desenvolvimento da economia. Para eles, a moeda era destinada unicamente à troca, contrária a visão mercantilista que acreditava que a moeda podia de certa forma estimular a economia. (BRESSER-PEREIRA, 1976).

A obra de Keynes busca trazer uma alternativa ao pensamento clássico que predominava em sua época, buscando trazer uma rejeição ao pensamento de que o sistema econômico é autorregulável. (LIBÂNIO, 2000). Para a teoria clássica, um mercado não regulado era a forma mais eficaz da alocação ótima dos recursos, proporcionando o equilíbrio automático da economia, pois acreditavam que a liberdade do consumo e da produção seriam ajustados sem a necessidade de intervenção do Estado, conduzindo a economia para a plena utilização de seus recursos. (MENDES, 1991).

De acordo com Nader (2018), Keynes na sua obra, a Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936), buscava demonstrar aos pensadores clássicos, que a intervenção do Estado na economia, atuando com políticas econômicas, poderia ser útil para alavancar níveis de emprego e renda, corroídos pela crise de 1929.

Para os clássicos, a moeda é restrita a troca, não possuindo influência na produção e na acumulação, validando assim a lei de Say, onde a oferta cria sua própria demanda. (LIBÂNIO, 2000). Segundo Bresser-Pereira (1976, p. 10) “a macroeconomia clássica partia de dois pressupostos importantes: o de que os preços e salários eram sempre flexíveis e o de que a moeda não era utilizada com fins de entesouramento”.

Nisto, Berchielli (2003, p. 109) complementa que “a moeda [...], não representa uma opção para aplicação de riqueza, pois não rende juros ao portador”. Sendo assim, um agente racional escolheria apenas ativos que possuem remuneração para investir seus recursos.

Seguindo a ideia do Bresser-Pereira (1976), o primeiro pressuposto da existência de preços flexíveis é importante, pois permite por meio dele a garantia do pleno emprego sem a intervenção do estado, no momento em que a queda na procura levasse à queda da atividade que por consequência ocasionaria o desemprego e a

redução dos salários. Com isso, o preço das mercadorias produzidas pelo trabalho diminuiria, acarretando assim o aumento da procura, trazendo o pleno emprego novamente.

O segundo pressuposto de que a moeda não é utilizada para entesouramento, partia da ideia de que a moeda para os clássicos era simplesmente utilizada como meio de troca, ou seja, os homens a utilizariam exclusivamente para suas transações, considerando assim o entesouramento como algo irracional. (BRESSER-PEREIRA, 1976).

Para tanto o segundo pressuposto da neutralidade da moeda validava a Lei de Say, que nos diz que “a demanda de uma indústria é dada pelo nível de produção das demais e, quanto maior for este, tanto mais poderá expandir-se a indústria considerada”. (DAMICO, 1985, p. 106). Bresser-Pereira (1976) também informa que toda indústria que produz, deseja obter recursos que os permitam comprar outros bens de seu interesse, com isso, quando a oferta aumenta, conseqüentemente a demanda tende a aumentar, podendo dizer assim, que a oferta cria sua própria demanda.

Sendo assim, a teoria Keynesiana nasce em meio a crítica e rejeição aos três axiomas neoclássicos, que seriam: primeiro o da substitutibilidade bruta, que nos informa que todos os bens podem ser substituídos entre si, o axioma dos reais, no qual Keynes conclui que a moeda não é neutra no curto e no longo prazo, afetando assim as variáveis reais, por fim, o axioma da ergodicidade, que prevê a utilização de informações passadas para determinar ciclos econômicos no futuro. (GENTIL, 2003; LIBÂNIO, 2000).

O modelo keynesiano, propõe uma alternativa a tais axiomas, como a não neutralidade da moeda, a não ergodicidade do sistema econômico, e por meio desta nova teoria propor uma alternativa a Lei de Say.

2.2 Abordagem Keynesiana

Para Keynes ao contrário do que pregava a teoria clássica, a moeda é essencial para definir posições de equilíbrio no curto e longo prazo, pois a moeda não é apenas um meio de troca, mas uma reserva de valor por transportar riqueza no tempo, ou

seja, a moeda desempenha o papel de meio de pagamento e forma de riqueza. (CARVALHO et al., 2000).

A moeda possui o maior prêmio de liquidez entre os ativos, pois possui a característica de acalmar as inquietações quanto às incertezas do futuro, para isto, quanto maior a incerteza do futuro, maior será a retenção de moeda por parte dos agentes frente as incertezas do futuro, dependente dos agentes econômicos. (CARVALHO et al., 2000).

Quando a expectativa dos agentes é de um futuro incerto, eles podem demandar por segurança por meio da moeda, pois quanto maior o risco do futuro, certamente, maior será a preferência pela liquidez de tais agentes, com isso, entende-se que a moeda pode afetar os motivos e decisões dos agentes econômicos. Para Keynes a não-neutralidade da moeda, se baseia na ideia de que a moeda é uma forma de acumulação de riqueza alternativa à acumulação de bens de capital. (CARVALHO et al., 2000).

Keynes explica esta possibilidade de retenção de moeda por meio da teoria da preferência pela liquidez (PPL), onde tornou-se a principal crítica a teoria clássica dos fundos emprestáveis (TFE), na linha de pensamento da formação da taxa de juros e os determinantes de investimento e emprego. (NADER, 2018). Para Keynes, a taxa de juros é a recompensa da renúncia pela liquidez em um período determinado e o preço que mantém o desejo da riqueza em forma líquida conciliado com a quantidade de moeda disponível. (KEYNES, 1964).

Segundo Herscovici (2020) a taxa de juros representa o prêmio pela espera, considerando a renúncia do consumo presente, ela estabelece a igualdade entre a procura pela poupança resultante do investimento novo e da oferta de poupança que resulta a propensão psicológica a poupar. Em outras palavras, é a recompensa que se ganha não por poupar, mas pelo fato de aplicar esta poupança em ativos que não são a moeda. Sendo assim, “a determinação da taxa de juros é tomada como um fenômeno eminentemente monetário, determinado pela preferência pela liquidez dos agentes e pela política das autoridades monetárias”. (CARVALHO et al., 2000, p. 45).

A preferência pela liquidez irá determinar a quantidade de moeda retida dada a taxa de juros, sendo assim, as expectativas quanto ao futuro da taxa de juros, por meio da psicologia dos agentes, tendem a criar reflexos na preferência pela liquidez, ou seja, a existência da preferência pela liquidez por parte dos agentes, se dá por meio das incertezas em relação a taxa de juros. (WRAY, 2006).

2.2.1 Demanda por moeda e preferência pela liquidez

Keynes no Tratado sobre a Moeda, desenvolveu sua teoria alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda, introduzindo a concepção dos dois circuitos de circulação monetária, que de certa forma interagem para ver como ocorre a conexão entre o lado real e o lado monetário. No circuito industrial, a moeda é destinada exclusivamente à transações, incorporando uma visão de moeda e funções muito próximas a TQM. Porém, na circulação financeira, a moeda não é destinada exclusivamente à transações, ela pode ser objeto de retenção com um ativo, ou seja, neste circuito, a possibilidade de riqueza promove um deslocamento a medida das expectativas da taxa de juros, seja de queda ou alta, no curto ou longo prazo. (NADER, 2018; CARVALHO et al., 2000).

2.2.2 Motivos para demandar a moeda

Keynes apresenta as três divisões da preferência pela liquidez: o motivo transação, o motivo precaução e o motivo especulação. O motivo transacional relaciona-se à propensão a consumir, que determina que parte da sua renda será consumida e que parte será reservada para consumo futuro. (KEYNES, 1964). “Relacionado ao intervalo entre recebimentos e despesas de renda [...], o motivo transação refere-se à retenção de moeda para realização de um ato definido de compra numa data especificada”. (CARVALHO et al., 2000, p. 47).

A força que induzirá a decisão de conservar um total de dinheiro neste motivo dependerá da principalmente do montante de renda e do prazo entre o recebimento e o gasto. (KEYNES, 1964). Ou seja, ocorre neste motivo um planejamento de fluxo, e considerando o fluxo preserva-se renda para saldar os custos neste período. “Do mesmo modo se conservam recursos líquidos para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas com a produção e aquele que se recebe o produto das vendas”. (KEYNES, 1964, p. 190).

No motivo precaução as pessoas tendem a conservar seus recursos líquidos, para atender suas demandas com imprevistos, como gastos com hospital ou de

aproveitar oportunidades de compras vantajosas, considerando que a moeda é um ativo seguro. (KEYNES, 1964).

Importante ressaltar que Keynes, quando menciona moeda, sua visão é de que a moeda traz segurança frente as incertezas do futuro aos que a detém. Sendo assim, o motivo precaução relaciona-se ao fato de os agentes não saberem das incertezas do futuro e por isso conservam seu dinheiro líquido, pois a moeda é o ativo que lhes permitem refazerem suas estratégias quando julgarem necessário. A diferença entre o motivo transacional, está no fato de que neste os saldos são gastos no mesmo período em que a renda é recebida, enquanto no motivo precaução os saldos não são gastos no mesmo período que a renda é acumulada, ou seja, o motivo é transportar a moeda de um período de renda para outro. (CARVALHO et al., 2000).

O motivo especulativo, destaca-se por sua importância pelo fato de ter o poder de influenciar os efeitos na variação na quantidade de dinheiro, destacando a importância da política monetária. Ao contrário dos motivos já mencionados, que são insensíveis as mudanças na atividade econômica e no nível de seus rendimentos, o motivo especulativo varia de forma contínua, conforme as alterações graduais na taxa de juros, ou seja, existe uma relação entre a demanda por dinheiro com a taxa de juros, indicada principalmente nas variações de preços dos títulos públicos. (KEYNES, 1964).

Conforme a relação entre a demanda por dinheiro com a taxa de juros de Keynes, entende-se que a demanda por moeda aumenta à medida que a taxa de juros reduz, contudo percebe-se que ao longo do tempo a demanda por moeda torna-se elástica ao patamar baixo da taxa de juros, com isso, percebe-se que a preferência pela liquidez aumenta de forma significativa com a redução da taxa de juros, informando que os agentes preferem manter seus recursos líquidos a aplicá-los a uma taxa de juros baixa. Este fenômeno onde a demanda por moeda torna-se elástica a taxa de juros, ficou conhecido como armadilha da liquidez. (CARVALHO et al., 2000).

O motivo especulação é intimamente determinado pela taxa de juros, sendo que as expectativas a respeito da taxa de juros futuro determinam a demanda por moeda e o patamar da taxa de juros. Sendo assim, a taxa de juros relaciona-se com a preferência pela liquidez, que por sua vez, relaciona-se com as incertezas sobre a taxa de juros futuros. (DORNELAS; TERRA, 2021).

Para Keynes, o nível absoluto da taxa de juros não importa muito, o que realmente possui valor é o grau de divergência em que os agentes consideram ser

uma taxa de juros razoável, pois o valor observado depende da expectativa do futuro vista por cada agente. Sendo assim, cada agente forma uma expectativa a respeito do que considera uma taxa normal de juros com base em suas informações e experiência, e a partir de então suas expectativas sobre os movimentos da taxa de juros futura ficam ancoradas nesta taxa, formando assim, a demanda por moeda ou por títulos. (CARVALHO et al., 2000).

Keynes estabelece uma função demanda por moeda, usando o nível corrente da taxa de juros, ou seja, conforme o nível corrente da taxa de juros esteja situado acima ou abaixo do nível normal da taxa de juros, os agentes procurarão comprar ou vender seus títulos, podendo comprar os títulos quando esperam que seu preço subam e os juros caiam, e vender seus títulos quando esperam que os preços caiam e a taxa de juros suba, podendo assim ter um ganho por meio da marcação a mercado, que possui uma relação inversa entre a taxa de juros e o preço dos títulos. (KEYNES, 1964).

Por fim, percebe-se que tanto o motivo especulação, quanto o motivo precaução estão relacionados a expectativa da taxa de juros. Contudo, a diferença entre eles, está no fato do motivo especulação estar relacionado às expectativas do movimento da taxa de juros, enquanto o motivo precaução relaciona-se ao grau de confiança destas expectativas, afirmando assim, que tanto o motivo precaução, quanto o motivo especulação são definidos pela incerteza do futuro.

A política monetária, possui um papel muito importante neste processo, pois por meio dela permite-se influenciar a especulação por moeda, podendo negociar títulos da dívida pública com os agentes especuladores das taxas de juros, pois por meio das alterações na taxa de juros, os agentes criam expectativas a respeito da taxa de juros do futuro, permitindo assim, alterar a oferta e demanda de moeda no sistema financeiro. (DORNELAS; TERRA, 2021). Sendo assim, a política monetária é utilizada com o intuito de fornecer liquidez ao sistema, controlando as reservas de moedas. (NADER, 2018).

2.3 Política Monetária

Nos últimos anos o tema política monetária, tem recebido a atenção de diversos economistas, pois até os anos 1970 política monetária, era vista como uma política econômica, que deveria ser utilizada apenas com o objetivo de sustentar elevados níveis de emprego. Contudo, a partir dos anos 80, o objetivo principal da política monetária passou a ser a estabilidade de preços. Esta mudança deu-se principalmente nos anos de 1971 e 1973, onde observa-se que o aumento dos preços internacionais provenientes do choque do petróleo, trouxe a necessidade do encontro de uma nova âncora, capaz de controlar a estabilidade dos preços na economia. (MENDONÇA, 2002).

Observa-se que a atividade econômica é difícil de ser controlada, devido as muitas variáveis que influenciam o percurso da economia de um país, pois crises internacionais, oscilações nas *comodities*, guerras, problemas internos, são alguns fatores que impedem a boa condução da economia. Por sua vez, o governo é responsável em promover o bem-estar social, fornecendo-o por meio de suas políticas econômicas, principalmente por meio da política monetária. (MARTINS, 2007).

Além da busca pela estabilização de preços por meio da política monetária, entende-se que ela possui capacidade de afetar no longo prazo variáveis econômicas importantes, como: o nível de produto, de emprego e inflação, além de afetar diretamente a entrada e saída de capitais do país, influenciando também a decisão entre consumir ou poupar. Com isso, para cumprir seus objetivos, que são: estabilidade de preços, elevação do nível de emprego, estabilidade da taxa de juros, estabilidade do sistema financeiro, estabilidade da taxa de câmbio e prevenção da falência do sistema bancário, o principal responsável pela condução da política monetária em um país, é o Banco Central. (CARVALHO et al., 2000; MARTINS, 2007).

Quanto maior o país, maior tende a ser a necessidade de implementação de instrumentos de política monetária, com intuito de controlar a movimentação dos agentes financeiros na demanda por recursos. Pois, uma alta demanda pode acarretar consequências à economia. Nisto, destaca-se a importância dos instrumentos de política monetária, pois por meio deles o objetivo de manter os agregados econômicos dentro dos padrões estabelecidos é possível. Através deles, o Bacen consegue definir a expansão da moeda e do crédito. (PEROTE, 1995).

Atualmente os bancos centrais, têm utilizado os instrumentos de política monetária, que são métodos, onde podem impactar diferentes variáveis econômicas, com o intuito de alcançar o objetivo estabelecidos. Os instrumentos clássicos da política monetária, são: depósitos compulsórios (exigências de reserva), a política de redesconto e as operações de mercado aberto, também chamadas de *open market*. (BARBOSA, 1996).

2.3.1 Depósitos compulsórios

O depósito compulsório é uma exigência do Bacen, onde os bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e caixas econômicas fixam parte dos recursos em depósito a vista, junto ao Bacen. Por meio deste instrumento o Bacen, estabelece uma taxa com o intuito de afetar o multiplicador monetário, ou seja, a velocidade que a moeda se expande na economia, afetando diretamente na oferta de moeda de um país. À medida que o Bacen aumenta a taxa do depósito, o intuito deste aumento é diminuir a oferta de moeda no país, diminuindo o multiplicador. Por contrário, a redução da taxa tem como intuito de aumentar a oferta de moeda em circulação. (MARTINS, 2007).

Existem duas maneiras referentes aos depósitos compulsórios. O primeiro, é descrito pela obrigação dos bancos encerrarem o dia com saldo positivo, sendo no mínimo o exigível, caso não ocorra podem sofrerem punições. Este procedimento dificulta a gerência de liquidez e obriga os bancos a manterem um saldo em suas reservas. Na segunda forma, o banco cumpre seus depósitos compulsórios à medida que mantém um valor mínimo ou uma porcentagem mínima das suas posições diárias de depósitos no período de movimentação. Alguns estudos mostram que o método de recolhimento das posições diárias, exige menor gerenciamento do Bacen em relação aos bancos e pode ser mais útil na estabilização na taxa de juros do mercado de reservas bancárias. Proporcionando aos bancos uma maior flexibilização na administração de seu fluxo de caixa em meio a enfrentamentos de necessidades das reservas. (CARVALHO et al., 2000).

Atualmente, o depósito compulsório, têm sido usado como: uma forma de trazer estabilidade ao mercado financeiro, criando por meio dos depósitos, uma forma de

reserva para os bancos; forma de limitar o crédito, uma vez que o Bacen decide aumentar a taxa do compulsório, o banco possui menos recurso disponível para emprestar, assim, como o depósito compulsório equivale a uma taxa sobre a captação; forma de estabilizar a demanda pelas reservas, uma vez que se torna mais fácil o gerenciamento da liquidez. (GARCIA, 1995).

Por fim, percebe-se que nos últimos anos muitos países, como: México, Inglaterra, Canadá, entre outros, têm eliminado os depósitos compulsórios das medidas da política monetária. Pelo fato de ser uma medida, que caso não seja acompanhada por outras medidas que proporcionam o melhor gerenciamento das reservas, pode de certa forma atrair maior volatilidade na taxa de juros, como consequência da maior estabilidade da demanda por reservas, além do custo desta medida recair sobre os bancos, que normalmente tendem a criar novos tipos de depósitos que não estão sujeitos ao recolhimento. (CARVALHO et al., 2000).

2.3.2 Política de redesconto

A taxa de redesconto, consiste na taxa cobrada pelos empréstimos do Bacen aos bancos, voltadas a atender as necessidades de liquidez das instituições financeiras. De forma geral, os bancos comerciais precisam diariamente fechar seu caixa positivo ao final do dia (ou seja, ter mais depósitos do que saques). Quando os saques são maiores que os depósitos do dia, as instituições financeiras precisam realizar empréstimos com intuito de fechar seu caixa positivo. Uma forma encontrada é recorrer a outros bancos, onde podem emprestar dinheiro por curto prazo por meio dos Certificados de depósitos interbancários (CDI), ou podem recorrer ao Bacen, que cobrará por sua vez a taxa de redesconto. (PEROTE, 1995).

Por meio da taxa de desconto segundo Carvalho (et al., 2000, p. 134), “o Bacen desconta títulos elegíveis, por ele definidos, à taxa de juros previamente definida para essas operações, sendo a escolha dos títulos elegíveis como garantias nas operações de assistências de liquidez”. Ela pode afetar diretamente a economia e a oferta de moeda, pois possui um impacto sobre a quantidade de empréstimos que o Bacen disponibiliza aos bancos. (MARTINS, 2007).

Ela pode ser utilizada pelo Bacen, de duas maneiras: aumentando ou diminuindo a taxa de redesconto. No primeiro caso, quando o Bacen decide aumentar a taxa de redesconto, ele pode estar afetando a procura dos bancos por empréstimos junto ao Bacen, pois com a taxa maior, torna-se mais caro emprestar o recurso, podendo contrair a demanda por moeda. Este aumento pode ainda afetar a taxa de outras linhas de empréstimos, pois uma vez, que os empréstimos que os bancos tomam do Bacen está mais caro, este aumento irá refletir nos empréstimos concedidos à população. Ao contrário, quando o Bacen diminui a taxa cobrada em seus empréstimos, a política tende a facilitar a demanda dos bancos pelos empréstimos, aumentando assim, a demanda por moeda em uma economia. (PEROTE, 1995; MARTINS, 2007).

A vantagem da política de redesconto, é que ela serve como uma válvula de segurança, colocada à disposição aos bancos pelo Bacen. Contudo, observa-se que nestas operações de redesconto o Bacen não possui total controle no volume dos recursos disponibilizados, criando um problema, pois à medida que os bancos sabem que o Bacen lhes disponibilizará recursos, eles podem assumir riscos além do previsto, podendo acarretar um default. (CARVALHO et al., 2000).

2.3.3 Operações de mercado aberto (*Open market*)

As operações de mercado aberto, também conhecidas como operações de *open market*, são usualmente um dos mecanismos mais importantes da política monetária, apresentando-se como mais dinâmico nas operações, pois sua flexibilidade permite ajustes diários na oferta monetária e na taxa de juros. (PEROTE, 1995).

O Bacen, atua nas operações de mercado aberto, fazendo a compra e venda de títulos públicos no mercado financeiro. Fazendo a compra dos títulos públicos o Bacen tem o intuito de injetar moeda na economia, criando uma expansão monetária. Com a expansão monetária, pode-se identificar uma redução nas taxas de juros, contribuindo assim, para a expansão da política monetária expansionista, estimulando a economia. Com o efeito contrário, a venda de títulos públicos, tem o intuito de contrair a moeda, diminuindo a quantidade de moeda em circulação, causando a

elevação das taxas de juros de curto prazo, contribuindo assim, para expansão da política monetária contracionista, com intuito de desestimular a economia. (MARTINS, 2007).

As operações de mercado aberto são realizadas por meio de leilões no mercado primário, ou no mercado secundário, por meio de dealers, que são instituições autorizadas pelo Bacen a operar em seu nome os títulos públicos. O Bacen pode operar estes leilões com títulos públicos ou privados. Os títulos privados, são menos comuns, porém estes títulos para serem negociados, devem possuir um risco de crédito (possibilidade de calote por parte da instituição que o emitiu) baixo e um mercado organizado que proporcione liquidez (probabilidade de vender pelo preço justo). Nestes leilões geralmente os títulos negociados são prefixados, onde proporciona ao comprador juros fixos acordados no momento da compra. (CARVALHO et al., 2000).

As operações de mercado aberto são flexíveis e precisas. Pois qualquer movimento, seja de compra ou venda de títulos, causa um efeito satisfatório, independente do tamanho da movimentação. Destaca-se também o benefício deste instrumento ser reversível, pois caso o Bacen identifique um erro no processo da operação, ele pode facilmente corrigir, adotando uma operação inversa. Por fim, este instrumento reduz a volatilidade da taxa de juros e causa um efeito rápido na economia. (MARTINS, 2007).

2.3.4 Mecanismos de transmissão da política monetária

Como vimos, o governo pode utilizar-se de, pelo menos, três instrumentos de políticas monetária, a fim de cumprir seu objetivo de estabilidade de preços. São elas como descrito: depósitos compulsórios, taxa de redesconto e as operações de mercado aberto. Porém observa-se que estes instrumentos são repassados para a economia por meio dos mecanismos de transmissão de política monetária. (MARTINS, 2007). “Os mecanismos de transmissão da política monetária são elos que conectam os instrumentos e objetivo da política monetária.”. (BARBOZA, 2015, p. 6).

Existem, pelo menos, cinco mecanismos de transmissão da política monetária considerados importantes, são eles: taxa de juros, taxa de câmbio, preço dos ativos, crédito e expectativas. Contudo, vale destacar que os principais meios são: o da taxa de juros e do câmbio, estes iremos abordar de forma mais profunda, porém destaca-se a importância dos outros mecanismos utilizados pelo Bacen na condução da política monetária.

O principal instrumento utilizado pelo Bacen é o da taxa de juros, pois utilizando este meio é possível interferir no nível de preços da economia e afetar a atividade econômica. A taxa de juros que serve como referência às demais taxas de juros do mercado é a taxa Selic, e por meio dela o Bacen consegue influenciar as demais. (MENDONÇA, 2001).

O canal dos juros tem o objetivo de afetar a demanda e a produção agregada em uma economia, ela baseia-se no modelo tradicional Keynesiano do tipo IS/LM, do equilíbrio entre oferta e demanda, com o objetivo de determinar a taxa de juros de uma economia. O modelo primeiramente, parte de uma demanda fixa de moeda, segundo que existe na economia mecanismos de propagação, onde uma variação da taxa de juros básica reflete nas demais taxas de juros praticadas pelo mercado, e, por último, o modelo baseia-se nas taxas de juros de longo prazo, que afetam a tomada de decisão quanto ao consumo e investimentos em bens. (MATSUMOTO, 2000).

Partindo de uma análise de que a demanda por moeda é fixa, uma política que visa à contração da moeda (política contracionista), pode ser entendida da seguinte forma: o Bacen, com o objetivo de tirar dinheiro de circulação, ou seja, contração monetária ($M \downarrow$), reflexo de uma menor quantidade de moeda na economia, tende a realizar uma elevação da taxa de juros no curto prazo ($i \uparrow$), e como consequência desta elevação na taxa de juros, considerando que no curto prazo à rigidez nos preços, a taxa de juros real consequentemente tende a aumentar ($r \uparrow$). O resultado desta elevação na taxa de juros, observa-se a redução no nível de investimento ($I \downarrow$), causando efeito também no produto ($Y \downarrow$), que é causado pela queda na demanda agregada. (MATSUMOTO, 2000; MENDONÇA, 2001). A relação está expressa na equação 01:

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow r \uparrow \rightarrow I \rightarrow Y \downarrow \quad (01)$$

Sendo:

M = emissão de moeda;

i = taxa de juros;
 r = taxa de juros real;
 I = investimento;
 Y = nível do produto.

Do contrário, uma política que visa à expansão da moeda (política expansionista), visa a expansão monetária ($M \uparrow$), reflexo de uma maior quantidade de moeda na economia. Observamos que neste caso, o resultado tende a ser uma queda na taxa de juros ($i \downarrow$), que resulta conseqüentemente uma queda nas taxas de juros reais ($r \downarrow$), a queda na taxa de juros, tende a elevar o nível de investimento ($I \uparrow$). O aumento nos investimentos tende a aquecer a demanda agregada, que por sua vez, causa o aumento do nível do produto ($Y \uparrow$). Este efeito, tende a causar um crescimento econômico na economia. (MARTINS, 2007). A relação está expressa na equação 02:

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \quad (02)$$

Sendo:

M = emissão de moeda;
 i = taxa de juros;
 r = taxa de juros real;
 I = investimento;
 Y = nível do produto.

Outro canal de transmissão da política monetária é o da taxa de câmbio. Pode-se verificar no longo prazo a neutralidade dos efeitos cambiais, quando existir a paridade do poder de compra, porém no curto prazo, observa-se os efeitos de forma transitória. (MATSUMOTO, 2000). Considerando uma contração monetária, a elevação da taxa de juros tende a provocar a entrada de capitais estrangeiros na economia, levando a apreciação da taxa de câmbio ($E \downarrow$). Considerando, que no período não houve alterações dos preços domésticos, o efeito observado é apreciação da taxa de câmbio real ($e \downarrow$), este movimento implica na menor competitividade dos produtos domésticos, pois com o dólar depreciado, torna-se mais atrativo a importações de produtos. O resultado deste processo é a redução do nível de exportações líquidas ($NX \downarrow$), ocasionando a queda do produto ($Y \downarrow$). (MENDONÇA, 2001). A relação está expressa na equação 03:

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow \quad (03)$$

Sendo:

- M = emissão de moeda;
- i = taxa de juros;
- E = taxa de câmbio;
- e = taxa de câmbio real;
- NX = exportações líquidas;
- Y = nível do produto.

Além destes mecanismos de transmissão citados, existem a visão do crédito que segundo Martins (2007, p. 20), “propõe a existência de dois tipos de canais de transmissão, [...]. Uns são aqueles que funcionam através dos efeitos sobre empréstimos bancários, e os outros funcionam através dos efeitos sobre balanços patrimoniais”.

2.3.5 O Banco Central do Brasil

A história do Banco Central do Brasil, o “banco dos bancos”, é permeada por diversos conflitos encontrados pelo poder monetário. O Brasil, foi um dos últimos países a criar o Banco Central, e ainda teve que ser criado por etapas, devido a interesses contrários à sua criação. (BERCHIELLI, 2003). A primeira forma da criação do Banco central levou 20 anos com a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), em 1945, sendo criado efetivamente o Banco Central do Brasil em 31 de dezembro de 1964 por meio da reforma bancária, ainda foi necessário 22 anos para que a instituição completasse e se tornasse a autoridade monetária do país, pois mesmo após sua criação, o Bacen continuou a dividir suas decisões com o Banco do Brasil até a promulgação da Constituição de 1988. (CORAZZA, 2006).

A Sumoc era a responsável pela condução da política monetária, porém não detinha total poder em sua execução. Era sua função receber as reservas bancárias e fixar suas taxas, como também fiscalizar as instituições financeiras. Contudo, o poder estava disperso por vários órgãos, como: o Banco do Brasil por meio da sua carteira de redesconto (CARED) e de câmbio e comércio exterior (CACEX); da Caixa

de Mobilização Bancária (CAMOB) e da caixa de amortização do ministério da fazenda. (BARBOSA, 1996).

A função de emissão de moeda era da responsabilidade do Tesouro Nacional, porém a responsabilidade de colocar em circulação ficava sob a incumbência do Banco do Brasil, por meio da Caixa de Estabilização Bancária e da Carteira de Redesconto. Vale destacar que a maioria das responsabilidades que hoje é do Bacen, na época cabia ao Banco do Brasil (BB), bem como a guarda das divisas estrangeiras e a fixação da taxa de câmbio era de incumbência do BB, que por sua vez atuava também como o banco comercial do governo, recebendo depósitos à vista e concedendo crédito à população. (BERCHIELLI, 2003).

Apesar da divisão das funções estabelecidas entre o Tesouro Nacional, o BB e a Sumoc, ficava claro que o Banco do Brasil detinha a concentração do poder monetário, possuindo as três principais atribuições da política monetária, que era: ser o agente financiador do Tesouro, realizar as operações de crédito e ser o depositário das reservas do país, além de ser o maior banco comercial e único banco com carteira rural do país. Essas atribuições davam ao Banco do Brasil maior poder exercido sobre a política monetária do que a Sumoc e o Tesouro Nacional. Com isso, iniciam-se as críticas e aumentavam-se as expectativas da criação de um Banco Central que fosse independente do mecanismo de política monetária vigente. (CORAZZA, 2006).

Foi em 1964 que essas atribuições das autoridades monetárias foram alteradas por meio da Lei nº 4.595, por meio da Lei da Reforma Bancária, em 31 de dezembro de 1964. A lei da reforma bancária extinguiu a Sumoc, dando espaço para o Bacen, agora com novas atribuições. Dentre elas, podemos destacar: a emissão da moeda que ficou sobre responsabilidade do Bacen; as operações de crédito ao Tesouro passaram a ser feitas pelo Bacen, por meio da aquisição de títulos; o controle e execução do câmbio transferiu-se do BB para o Bacen; e o conselho da Sumoc por sua vez, foi extinto, criando-se o Conselho Monetário Nacional (CMN), atribuindo agora nove membros ao conselho, sendo que apenas um dos pertencentes faziam parte do BB. A respeito do BB, ele continuou sendo o principal banco comercial do país, porém passou a ter menos poder sobre a condução da política monetária do país, sendo transferido este poder agora ao Bacen. (BERCHIELLI, 2003; CORAZZA, 2006).

Com a reforma bancária, a autoridade monetária do país passou a ser o Bacen, o Banco do Brasil se tornou a maior instituição financeira com características de um

banco comercial até meados dos anos de 1980, onde recebia depósitos voluntários de bancos comerciais. O Bacen, tornou-se uma autarquia federal e o principal executor da política monetária do país, estando sobre as ordens do Conselho Monetário Nacional. (BERCHIELLI, 2003).

2.3.6 Objetivos e as funções do Banco Central do Brasil

Dentre as atividades exercidas pelo Banco Central, podemos destacar: manter a inflação dentro da meta estabelecida pelo CMN, zelar pela liquidez e estabilidade de preços na economia, manter as reservas internacionais, estimular a formação de poupança no país e aperfeiçoar o Sistema Financeiro Nacional. (BACEN, 2023a). A respeito das principais funções, destaca-se: emissão de moeda, ser o banco dos bancos, ser o banco do governo, executor da política monetária e supervisionar e fiscalizar o Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Sobre a função de emissão de moeda, cabe ao Bacen emitir o papel-moeda e a moeda metálica, além de manter os estoques em boas condições de uso é sua função suprir a população por meio dos bancos. No Brasil o Bacen exerce esta função por meio do Departamento do Meio Circulante (MECIR), que também executa a atividade de vigilância contra falsificações ou adultérios do papel-moeda. (PEROTA, 1995).

Também cabe ao Bacen, exercer sua função de Banco dos bancos, onde as instituições financeiras necessitam manter contas vinculadas ao Bacen, para que as transações financeiras aconteçam com fluidez e para que não fechem o dia com saldo negativo. (BACEN, 2023a). Isto acontece, pois, o Bacen recebe depósitos dos bancos e pode concedê-los créditos, conforme suas necessidades. Além de oferecer algumas prestações de serviços, como compensação de cheques e de saldos de transações financeiras. (BERCHIELLI, 2003).

Além da função de banco dos bancos, o Bacen exerce a função de banco do governo, onde recebe depósitos do Governo e pode conceder créditos. Esta função tende a ter um problema, pois pode ser utilizada de forma abusiva pelo governo, podendo assim, ser utilizada para financiar os déficits públicos, além de haver a possibilidade de emissão de moeda de forma imprudente, com o intuito de financiar

os gastos do Governo e investimentos governamentais, podendo provocar um aumento da inflação. (PEROTA, 1995).

Além destas funções, destaca-se a função de executor da política monetária por meio de seus instrumentos já mencionados no trabalho. Sobretudo, cabe ao Bacen supervisionar as instituições financeiras, cuidando assim da sua solvência e liquidez, com o intuito de trazer o aperfeiçoamento e eficiência do SFN. (BERCHIELLI, 2003).

2.3.7 Regimes de metas de inflação

O Brasil vem desde os anos de 1994 sofrendo processos inflacionários de várias magnitudes. Na tentativa de combater este ciclo inflacionário, o país foi submetido à várias tentativas de redução e estabilização da inflação, por meio de estratégias, como, a âncora cambial, a âncora monetária, também se destaca neste processo o congelamento dos preços, o confisco da poupança adotado em março de 1990 pelo governo Collor, recentemente observou-se as metas de inflação e podemos citar a independência do Bacen e sua modernização. (TEIXEIRA, 2009).

A inflação é considerada por ser um fenômeno monetário caracterizado pela elevação contínua do nível geral dos preços. Ela é temida, pois, possui o poder de elevar o custo da moeda, fazendo com que a sociedade a retenha sacrificando a produção de bens e serviços além de sacrificar o bem-estar social da população. Com isso, identifica-se um alto custo social proveniente da inflação. Além dos efeitos já mencionados a inflação pode gerar um efeito negativo sobre os investimentos, uma vez que a inflação está desancorada, os agentes possuem dificuldade de prever seus retornos devida à instabilidade dos preços na economia. Sobretudo, a inflação possui um efeito negativo sobre a renda, visto que com o aumento da inflação o nível geral dos preços tende a aumentar, a renda das pessoas que estão desprotegidas desse fenômeno tende a ficar menor. Por isso, a estabilidade dos preços tem sido uma das principais estratégias da política monetária. (FONTANA, 2005).

No entanto, ressalta-se que o fracasso dos inúmeros planos anteriores com o objetivo a estabilização econômica deve-se também a falta da credibilidade e incapacidade das autoridades monetárias de se comprometerem a política de

combate à inflação. Neste contexto, destaca-se o papel do plano real no combate a inflação, que por anos vinha deteriorando a renda dos trabalhadores. Ao contrário dos outros planos estabelecidos, o plano real focou nos fatores principais que causavam a inflação, ao mesmo tempo foi implementado a âncora cambial, conhecida como Regime *Crawling Peg*, mostrando que a velocidade da desvalorização da moeda é predeterminada em um valor menor que a taxa inicial de inflação, fazendo com que a taxa de inflação dos preços dos bens comerciáveis caia lentamente. Após cinco anos da âncora cambial, com base na política cambial, o regime mudou-se, visto que os agentes econômicos já não acreditavam que o país não teria mais capacidade para sustentar a sobrevalorização cambial, com isso, a partir de janeiro 1999, o regime cambial foi mudado de fixo para câmbio flutuante, e a política monetária determinou a extinção da flutuação da taxa de juros, instituindo a fixação da meta da taxa de juros e seu viés com mais um instrumento de política monetária. (TEIXEIRA, 2009).

Com o abandono do regime cambial com dependência do dólar, o Brasil instituiu um novo plano com foco no controle da inflação. Com isso, em junho de 1999, foi instituído o Regime de Metas de Inflação como principal ferramenta da política monetária, com o objetivo de trazer mais transparência e credibilidade quanto a busca pela estabilidade dos preços. (FONTANA, 2005).

Desde então as políticas macroeconômicas têm sido guiadas pelo chamado tripé de metas da inflação, câmbio flutuante e superávits fiscais primários. Ele baseia-se no consenso macroeconômico, que parte do pressuposto de que a inflação fica estritamente a cargo da política monetária, que por meio da taxa de juros se encarrega de manter o nível de preços estável. (NASSIF, 2015).

O regime de metas de inflação foi adotado em julho de 1999 por meio do decreto presidencial nº 3.088, de 21 de junho de 1999, que contava com os principais pontos: fixar as metas de inflação com base em um índice de preços conhecido; deixar a cargo do Conselho Monetário (CMN) a determinação das metas de inflação; incumbir a responsabilidade do cumprimento da meta ao Bacen, utilizando os instrumentos de política monetária. Além disso, a meta é considerada cumprida, apenas quando a inflação acumulada do ano, estiver dentro das bandas estabelecidas pelo CMN. Caso ocorra o descumprimento da meta, o presidente do Bacen, deve escrever uma carta aberta ao ministro da Fazenda, relatando os motivos que levaram ao descumprimento bem como as medidas que serão tomadas para que a meta

retorne ao intervalo estabelecido e seu prazo de cumprimento. (CARRARA; CORREA, 2012).

O Comitê de Política Monetária (COPOM), instituído em 1996, possui como objetivo estabelecer o modo de condução da política monetária e definir a taxa de juros. Sobretudo, seus objetivos, são: implementar a política monetária, definir em conjunto com os outros participantes do comitê a taxa de juros e analisar os relatórios de inflação. A taxa de juros que é definida como a meta nas reuniões do Copom é a Selic, que é a média dos financiamentos diários, que possuem o lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia. As reuniões do Copom acontecem a cada 45 dias, onde os membros se reúnem para definir o andamento da taxa Selic. (FONTANA, 2005).

De acordo com o regime de metas, o Bacen ficou responsável pelo cumprimento da meta estipulada para a variação do IPCA. Como já mencionado, a Selic é a taxa que serve como referência para todas as outras taxas utilizadas na economia, ela também serve como balizador das trocas das reservas entre instituições financeiras, além de ser o principal instrumento utilizado de política monetária.

Por fim, com intuito de criar uma maior transparência da política utilizada e seus resultados, criou-se um relatório trimestral de inflação, que apresenta, os objetivos e as limitações e medidas tomadas pelo Bacen por meio da política monetária, os resultados e as medidas futuras e a avaliação do comportamento da inflação, visando a antecipação do Bacen na tomada de decisões futuras. (MODENESI, 2005).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para realizar esta pesquisa, foi adotado a metodologia de pesquisa que busca trazer um método quantitativo baseado na análise de dados econômicos, por tanto, tornou-se essencial a análise de estatísticas, que para Ternoski et al. (2022) é uma ferramenta de grande utilidade, bastante empregada na análise de informações, permitindo o entendimento da realidade de forma mais completa.

Segundo Gerhardt e Silveira (2009) a pesquisa quantitativa tem suas raízes no pensamento positivista lógico, tende a enfatizar o raciocínio dedutivo, as regras da lógica e os atributos mensuráveis da experiência humana. Além disso, o referido trabalho buscou trazer uma pesquisa descritiva, que traz uma série de informações sobre o tema da pesquisa, pretendendo descrever os fatos e fenômenos de determinada realidade. (TRIVIÑOS, 1987).

Para isso, a pesquisa utilizou a pesquisa exploratória. Esta pesquisa possui objetivo de proporcionar uma maior familiaridade com tema, com vista de poder deixá-lo mais claro na construção da hipótese. Na maioria dos casos esta pesquisa envolve: uma pesquisa bibliográfica; entrevistas com pessoas envolvidas com o tema e uma análise de exemplos ligados ao tema. Porém neste trabalho, será utilizado apenas a pesquisa bibliográfica. (GIL, 2002).

Sobretudo, além dos métodos apresentados, o trabalho teve um caráter bibliográfico, que segundo Gil (2008) permite ao investigador a cobertura de fenômenos muito mais ampla do que poderia ter caso optasse pela pesquisa diretamente. A pesquisa bibliográfica é extremamente importante nesta pesquisa, pois por meio dela, permitiu-se ter acesso a dados históricos por meio de dados secundários.

A pesquisa bibliográfica, envolve várias etapas em sua construção, dentre elas: a escolha do tema, formulação do problema, busca de fontes, leitura do material, entre outros. Após a escolha do tema, uma das fases deste processo é a escolha das fontes que poderão trazer a solução ao problema de pesquisa apresentada. Para isto, o presente trabalho buscou fontes de artigos científicos, monografias, dissertações, e dados em sites como: IBGE, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA. (GIL, 2002).

Contudo, além dos métodos apresentados, utilizou-se para a pesquisa as atas do Copom, divulgadas pelo site do Banco Central no período de 2011 a 2016, onde por meio desta pôde-se ter acesso as análises feitas pelo comitê e as decisões tomadas referente a política monetária. Também utilizou-se dados do IBGE, IPEA e Bacen como base para construção de gráficos, com o intuito de evidenciar os dados.

4 CARACTERÍSTICAS DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS GOVERNOS DILMA

No final do ano de 2010, Dilma Rousseff foi eleita presidente, contando com o apoio do antigo então presidente Lula, propondo que seguiria confirmando as obras feitas pelo então presidente. Contudo, observa-se que o Brasil vinha sendo dominado pela política do tripé macroeconômico desde os anos de 1999, mantendo seu domínio no governo de Lula, porém percebe-se que o governo de Dilma poderia ser bem-sucedido, caso rompesse com as características de um governo ortodoxo, caracterizado por meio de juros altos e câmbio apreciado. A história nos mostra que nos primeiros anos de seu mandato, ela tentou quebrar a hegemonia do governo ortodoxo, porém sem muito êxito em seus resultados, considerando vários fatores estabelecidos na economia, mostrando novamente um retorno das características seguidas pelo seu antecessor. Mas, qual seriam os fatores que levaram ao retrocesso ao governo ortodoxo? (BRESSER-PEREIRA, 2013).

A seção retrata o contexto e características da política monetária do governo Dilma, além de fazer uma breve contextualização do governo anterior a seu mandato. Sobretudo, será abordado como foi o comportamento da taxa de juros no período de 2011 a 2016.

4.1 Governo Lula

Nos dois mandatos do presidente Lula, observa-se que não houve muitas alterações quanto ao que vinha sendo feito por meio da política macroeconômica do governo de Fernando Henrique Cardoso – FHC. Observa-se presente em seus mandatos a Meta de inflação, câmbio flexível e superávit primário (RMI), como principal norteador da política econômica adotada. Esta forma de política econômica, evidenciava a presença de elevadas taxas de juros e a valorização da moeda. (CORSI, 2016).

Seu governo mostrou-se bem-sucedido, demonstrando altos índices de popularidade e conseguiu neutralizar as críticas da direita conservadora. Além disso, seu governo teve êxito, pois quase conseguiu dobrar a taxa de crescimento chegando

em 7,5% em 2010 (IBGE, 2011), onde alcançou o marco do PIB mais elevado desde 1986. Além disso, conseguiu diminuir as desigualdades, proporcionou uma melhora do padrão de vida de muitos brasileiros, além de conseguir alcançar prestígio internacional. Sobretudo, destaca-se que todo este êxito não se deu totalmente à política econômica adotada no período, mas contou com eventos, como: o aumento dos preços das *comodities* exportadas pelo Brasil nesse período, além de contar com a política de salário mínimo e transferência de renda, e uma política internacional com características independentes. (BRESSER-PEREIRA, 2013).

O boom das *comodities* presenciada entre os anos de 2003 a 2007 e a grande quantidade de capital estrangeiro na economia sobre forma de investimentos diretos e na forma de especulação, permitiram reduzir a vulnerabilidade presenciada na década anterior. As políticas adotadas no governo Lula buscavam satisfazer múltiplas classes, seja a classe trabalhadora, por meio da majoração dos salários, adoção de políticas sociais e incremento de emprego, até os setores financeiros, contemplando a burguesia interna e o agronegócio, por meio da valorização da moeda e com elevadas taxas de juros. Lula tentou de forma sucinta manter as alianças para sustentar a política de seu governo, além manter o crescimento econômico da economia, pois era fundamental para manutenção destas alianças. (CORSI, 2016).

Em relação à política econômica, o governo Lula manteve as características ortodoxas em seu governo, mantendo taxa de juros elevadas e a sobreapreciação do câmbio. Os relatos do crescimento apresentado em seu governo, registrados a partir de 2006, se mostram temporárias, grandemente influenciadas pela conjuntura internacional e o aumento do consumo do mercado interno. (BRESSER-PEREIRA, 2013).

Com o incentivo ao consumo, Lula demonstrava uma ruptura com a política macroeconômica neoliberal, pois no início da crise mostrava-se certo, contudo, não se sustentou, pois haviam interesses do grupo que ocupa a posição privilegiada do capitalismo. (CORSI, 2016). Com o incentivo ao consumo, o crescimento passou a ser acompanhado por pressões inflacionárias, indicando a superação do teto da meta de inflação estimada de 6,5% em 2010. Por fim, diante das pressões inflacionárias, em meados de 2010, Lula começou novamente a elevar a taxa de juros com o objetivo do controle da inflação, não obtendo os resultados esperados. (BRESSER-PEREIRA, 2013).

4.2 Governo Dilma Rousseff

Eleita neste contexto de pressões inflacionárias e taxas elevadas, depois da crise econômica internacional, a economia voltou a crescer em 2010, alcançando a taxa de crescimento de 7,5% conforme o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE (2011), conforme figura 1. Contudo, em seu mandato ela herdou reflexos de uma inflação crescente próxima de 6,0%, reflexos das políticas econômicas adotadas por seu antecessor. (CONTRI, 2014).

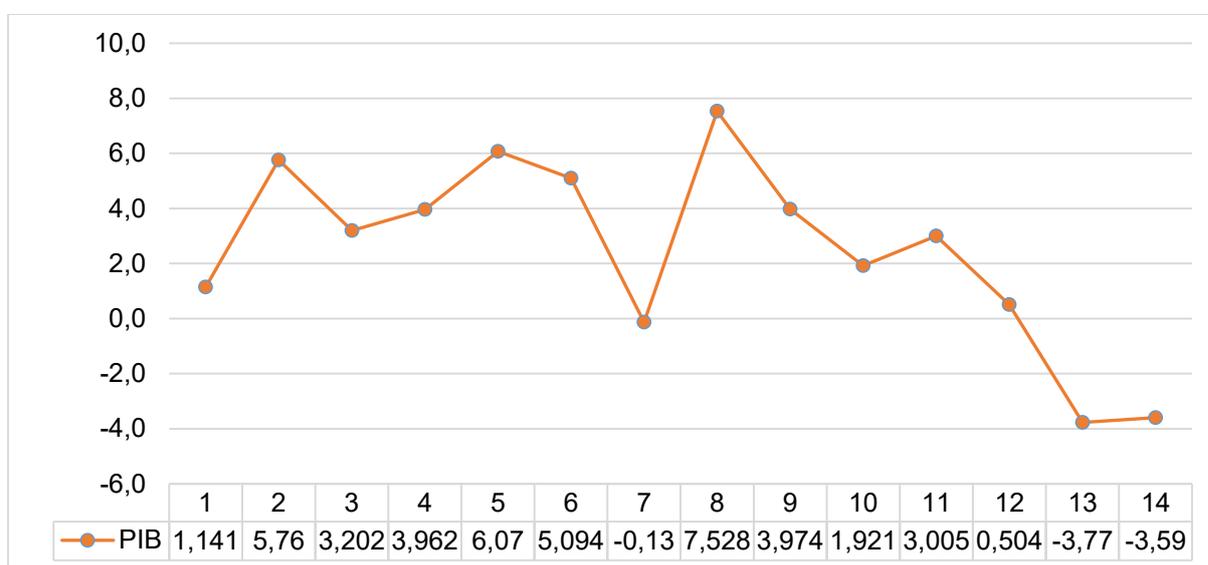


Figura 1: PIB entre 2003 a 2016 anual

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de IBGE (2023)

Sendo assim, Dilma herda algumas heranças de seu antecessor: taxa de juros elevadas, câmbio apreciado, além de não poder mais contar com o aumento dos preços das *comodities*, que muito beneficiara o presidente Lula. (BRESSER-PEREIRA, 2013).

A primeira fase de seu governo, entre os meses de janeiro a julho de 2011, foi marcada pela continuidade das características do governo anterior, trazendo consigo poucas mudanças em relação às políticas praticadas pelo antigo governo, concentradas principalmente na política monetária e cambial. Com o intuito de trazer a inflação ao centro da meta, que por sua vez findou-se o ano de 2010 em 5,9%, o Bacen retomou novamente com o aperto monetário observado no ano anterior. (MESQUITA, 2014).

Dilma em seu governo, procurou manter o regime de política macroeconômica ancorado no regime de metas de inflação, superávit fiscal primário e com flutuação de câmbio suja. Além da utilização de instrumentos de política monetária, seu governo buscou trazer juntamente políticas macroprudenciais, caracterizados por aumentos no valor do imposto sobre operações financeiras (IOF), controle sobre os fluxos de capitais e a redução das taxas de juros de curto prazo dos bancos públicos principalmente. (CAGNIN et al., 2013).

Contudo, observa-se que houve mudanças marcantes na equipe ministerial, principalmente a alteração do presidente do Bacen no início de seu mandato em 2011. O mandato de Henrique Meirelles, que iniciou-se no mandato do governo Lula em 2003, foi caracterizado por uma rigidez na condução da política monetária, onde manteve-se elevadas taxas de juros reais e nominais, comparando-se com economias em desenvolvimento. Sobretudo, a entrada de Alexandre Tombini indicava que poderia ter mudanças na estrutura de gestão da política monetária. (MARTINS, 2022).

Reflexos do mandato de Lula, a inflação se mostrava em crescente no ano de 2010, fechando o ano em 5,9%, alcançando assim o teto da meta do ano (conforme visto na figura 02). Sendo assim, com o intuito de conter a inflação, e em vista a volatilidade e aversão ao risco elevadas nos mercados internacionais, destacando o aumento das dívidas de vários países e de bancos europeus, desencadeados devido a crise do euro, a possibilidade da desaceleração na China, o aumento no preço de importantes *comodities*, além do mercado interno demonstrar-se aquecido e a confiança dos consumidores continuar em níveis elevados, o Copom decidiu de forma unânime, elevar a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés. (BACEN, 2011a).

Concomitantemente a elevação da taxa Selic, o governo optou também pela manutenção das medidas macroprudenciais, focadas no controle seletivo de crédito, com o aumento do IOF sobre as operações de crédito pessoal, juntamente com o aumento do percentual dos depósitos compulsórios, além de conter os gastos públicos, demonstrando a princípio a continuidade das características de política ortodoxa. Estas medidas dependiam de um trabalho em conjunto da política monetária com as demais políticas econômicas, demonstrada pela coordenação do Bacen e o Ministério da Fazenda. (NADER, 2018).

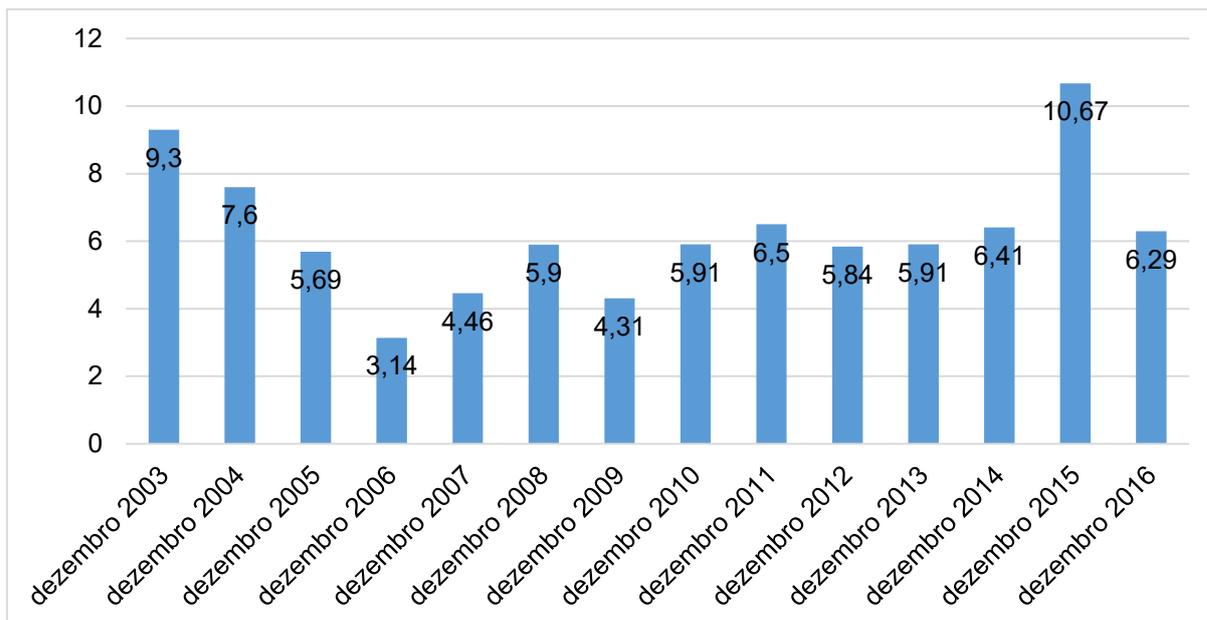


Figura 2: Séria histórica IPCA entre 2003 a 2016 anual

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do IBGE (2023)

Contudo, esta foi a primeira elevação da taxa de juros, pois manteve-se sua postura de política monetária contracionista. Na reunião de março de 2011, o Copom levando em consideração o aumento da inflação no período, influenciado pelo setor de serviços, ressaltando uma atenção ao preço das *comodities*, principalmente o petróleo que chegou ao preço de \$100,00 o barril de petróleo. Além, de considerar que a inflação permaneceria alta nos trimestres iniciais, com expectativas de melhora no quarto trimestre. Considerando assim, o Copom avaliou que o cenário da inflação não evoluiu favoravelmente e de forma unânime decidiu elevar a taxa de em 0,50 p.p., para 11,75% a.a. (BACEN, 2011b).

Essa postura do Copom de elevar a taxa Selic, se manteve em cinco reuniões seguidas, elevando a taxa Selic em 1,75 p.p., entre os meses de janeiro e julho de 2011 (conforme apresentado na figura 03). “A continuidade na elevação dos juros [...], apenas reforçava o ponto: teríamos continuado com uma das gestões monetárias mais rígidas no mundo.”. (MARTINS, 2022, p. 48). Contudo, um dos fatores que corroboraram para a continuidade desta elevação, foi o alongamento do horizonte temporal para o cumprimento da meta de inflação, estabelecendo-se o ano de 2012 como prazo de convergência da inflação para o centro da meta. (CAGNIN et al., 2013).

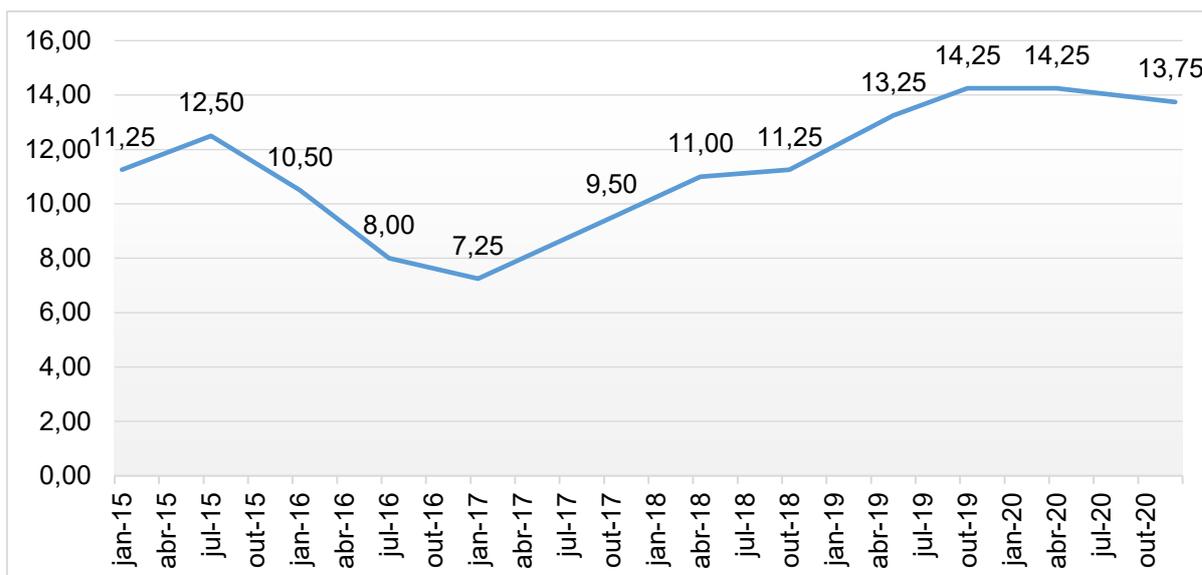


Figura 3: Séria histórica Selic entre 2011 a 2016

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do BACEN (2023b)

As medidas tomadas no primeiro semestre de 2011, aliados com a crise internacional e o declínio das contas externas, resultaram na desaceleração do PIB, crescendo apenas 2,73%. Além disso, o governo tornara-se intervencionista realizando mudanças institucionais que acabaram por desagradar o setor da burguesia, retendo investimentos. Ainda a política macroeconômica neoliberal, que favorecia a valorização da moeda e prejudicava a indústria, trazia consigo perigos, minando o apoio do setor em seu governo. (CORSI, 2016).

No segundo semestre de 2011, observou-se um marco que acabou por surpreender o mercado, o Copom decidiu reduzir em 0,5 p.p. a taxa Selic. Esta redução mostrou-se na contramão das expectativas do mercado financeiro, pois na primeira vez observara uma queda na taxa básica de juros no regime de metas de inflação, em um momento em que a inflação e a suas expectativas mostravam-se em aceleração. (MARTINS, 2022).

O corte de 0,50 p.p, decidido pelo Copom em agosto de 2011, significava uma alteração da postura monetária em relação a condução da política monetária, que rompeu com o ciclo de rigidez monetária, passando a atuar de forma menos conservadora e independente em relação ao consenso vigente. (CAGNIN et al., 2013).

O governo buscava por meio da redução mitigar os efeitos de um ambiente global restritivo e incentivar o consumo e o investimento, além de diminuir o peso da dívida pública no PIB e findar com a valorização da moeda, por meio da entrada de investimentos estrangeiros. Concomitantemente, o governo adotou medidas paralelas

para incentivo do consumo: redução do percentual cobrado no depósito compulsório e do imposto sobre operações financeiras sobre o crédito pessoal de 3% para 2,5%, ajuste do salário mínimo, ajuste no auxílio do bolsa família e a desoneração fiscal de setores considerados estratégicos. (CORSI, 2016).

O alvoroço do mercado deu-se pois observara continuidade da gestão do governo Lula nos primeiros seis meses do mandato de Alexandre Tombini, com as decisões indo de acordo com as expectativas do mercado, contudo o Copom acabou inovando em sua decisão de redução da taxa Selic, concretizando assim, a mudança no gerenciamento monetário, rompendo com a tradição de realizar as expectativas do mercado. (MARTINS, 2022).

As últimas reuniões do ano do Copom em 2011, mostrou-se a crescente queda da taxa Selic, fechando o ano em 10,90% a.a. Contudo, não parou por aí, no ano de 2012, o Copom manteve nas decisões o reajuste de queda da Selic, chegando a um total de 10 quedas consecutivas, chegando a 7,25% em outubro de 2012. Revelando assim, o nível mais baixo da Selic desde a criação do Copom em 1996, porém observa-se que os cortes, não foram tão expressivos quanto os aumentos no primeiro semestre de 2011. Este valor perdurou até março de 2013, com argumentos de que o cenário econômico interno demonstrava-se favorável à inflação, sustentado pelo enfraquecimento da atividade doméstica e o baixo dinamismo da economia mundial. (NADER, 2018).

A redução paulatina dos juros e a taxação em pequena escala do capital estrangeiro, sem a política de controle de fluxos de capital, mostraram-se insuficientes na luta do combate a valorização da moeda. Com o intuito de combater a inflação, além de continuar mantendo a valorização da moeda (conforme figura 04), o governo começou a controlar os preços administrados, baseando esta medida na nova matriz de política econômica, baseada em juros baixos, câmbio competitivo e aumento nos gastos públicos, com o desejo de retomar o crescimento e poder apoiar a classe trabalhadora e acalmar os diferentes interesses das frações da burguesia que apoiavam o governo. (CORSI, 2016).

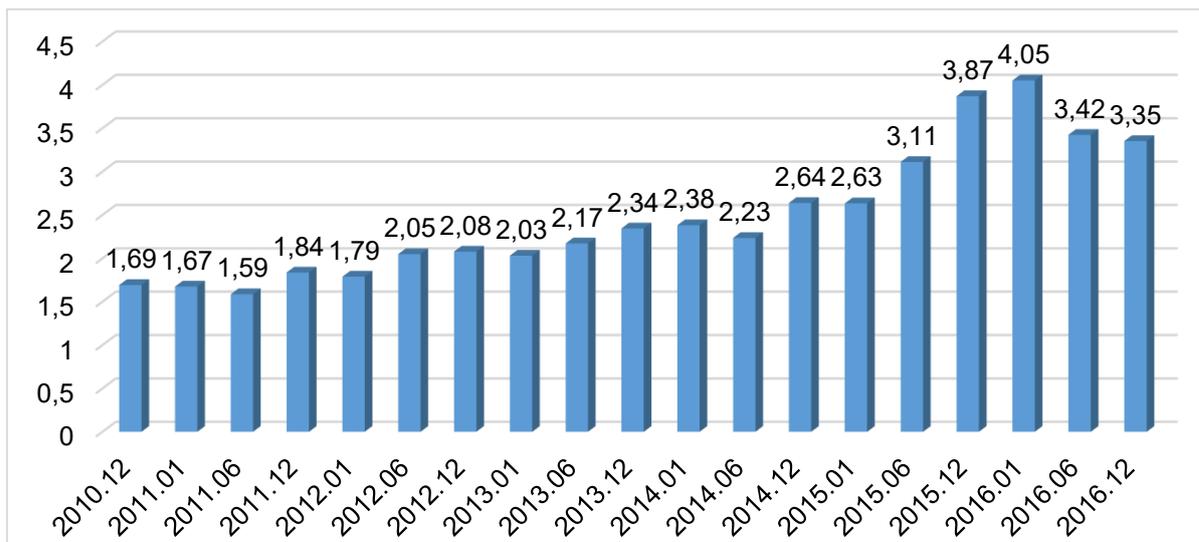


Figura 4: Série histórica Dólar entre 2011 a 2016

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do IPEA (2023)

Tudo indicava que a política que vinha sendo implementada por Dilma era contrária a presenciada por FHC, principalmente na forma de combate à inflação. Contudo, a tentativa de em seu governo flexibilizar a política macroeconômica neoliberal não perdurou por muito tempo. Além disso, o setor rentista passou a perder terreno na condução da política monetária, principalmente enquanto ocorria a redução da taxa de juros, passando assim, a contrariar sua condução e pressionar o governo a aumentar novamente a taxa de juros. Sobretudo, o fato de ocorrer o aumento dos gastos públicos, tornava-se preocupante, visto que podia agravar a relação dívida pública/PIB, que indicava dificuldades futuras de honrar com o pagamento da dívida. (MARTINS, 2022).

Dessa forma, o governo Dilma passou a trazer um descontentamento a vários setores dominantes no país. Sendo assim, o ensaio a ruptura no conservadorismo teve um curto período de duração, pois em abril de 2013, inaugurou-se novamente um período de elevação da taxa de juros, saindo de 7,25%a.a. em abril de 2013 à 11,0% a.a. em abril de 2014. Sobretudo, o governo mudou seu discurso em relação a inflação e suas expectativas. (CORSI, 2016).

A elevação da taxa de juros não afirma por si só o retorno ao conservadorismo, o que marca o retorno as características de governo ortodoxas é elevação da taxa de forma rápida e sustentada, colocando o país novamente na posição superior de países com maiores taxas de juros. (NADER, 2018).

Em seu comunicado, o Copom informou que a decisão da elevação da taxa de juros, foi pautada no cenário em que a atividade doméstica se mostra forte e na

possibilidade de aumento dos salários, trazendo consigo a persistência da inflação no longo prazo, além da inflação mostrar-se resiliente. Contudo, o Bacen ressaltou que a resiliência da inflação é resultado de suas ações anteriores da política monetária, causando efeitos defasados e cumulativos na economia. (BACEN, 2014).

A respeito da inflação, observou-se uma aceleração inflacionária ligada à desvalorização cambial, além disso, juros elevados inibiram o investimento e enfraquecimento do setor industrial. O crescimento do consumo, marco na economia de 2003, não foi presenciado, pois, as famílias estavam endividadas e o baixo crescimento da economia, não permitiu o avanço do emprego e aumento de renda no país. Dilma em seu processo eleitoral, informava que buscaria uma alternativa aos problemas da economia brasileira que enfrentaria nas correntes neoliberais. Contudo, sua posição era contrária. (CORSI, 2016).

A reeleição da presidente Dilma e reorganização da equipe econômica demonstrou continuidade à política de conservadorismo até então implementada, reforçando sua preocupação com as expectativas de inflação e reforçando os pontos estabelecidos pelo regime de metas de inflação. (MESQUITA, 2014).

Dilma vinha perdendo de forma rápida a iniciativa política por vários fatores, como: a desaceleração da economia, a crise internacional, rumos de casos de corrupção, campanha da imprensa contra seu mandato, além dos desmoronamentos das alianças que sustentavam o Partido dos Trabalhadores (PT). Neste contexto, Dilma nomeia Joaquim Levy, como novo ministro da fazenda. A proposta de Levy, pautava-se no aumento de juros e o ajuste fiscal. (MARTINS, 2022).

Sua proposta inicial, era ter um superávit primário por meio pelo aumento dos impostos, cortando despesas de custeio, com o corte de investimentos públicos e cortes de direitos sociais. Sobretudo, baseado em seus pilares, a taxa Selic, saltou de 11,75% a.a. em dezembro de 2014 para 14,25% em julho de 2015, pautando suas decisões no discurso de uma política monetária vigilante, para que possa ocorrer a convergência da inflação para a meta estabelecida de 4,5% em dezembro de 2016. (BACEN, 2015; CORSI, 2016).

O CMN decidiu por manter a meta de inflação para 2017 em 4,5%, reduzindo o intervalo de tolerância de 2,0 p.p para 1,5 p.p., refletindo novamente a visão da continuidade de uma gestão mais rígida de política monetária, baseando-se na reancoragem das expectativas no médio prazo por meio da manipulação da taxa de juros. Notadamente, a mudança na forma como a política monetária seria conduzida

tornara-se clara. (NADER, 2018).

Sendo assim, o governo enfrentava uma forte recessão, presenciada na queda do emprego e salário. Além disso, a estratégia de cortes dos gastos públicos adotada pelo governo com o intuito de trazer o superávit primário não obteve sucesso, visto que o país teve queda em suas receitas no ano. Por outro lado, como os juros mantinham-se altos, o custo da dívida pública acabara aumentando, obrigando o governo a depender ainda mais de recursos e receitas para saldar o compromisso. (MARTINS, 2022).

Contudo, diante deste cenário, o governo decidiu pela manutenção da taxa de juros no patamar de 14,25% a.a. entre julho de 2015 a outubro de 2016, contribuindo assim para o avanço da recessão instaurada. Sua decisão continuava pautada na ancoragem das expectativas inflacionário, que continuavam distantes do planejado. (NADER, 2018).

Percebe-se que o país presenciou novamente um ciclo onde houve predominância da condução da política monetária de forma conservadora:

A restauração do conservadorismo da política monetária, portanto apontava para uma operação ainda mais estrita do regime de metas de inflação, dentro de um intervalo mais curto para as metas e uma rigidez à baixa da taxa Selic. Estas medidas, entretanto, não são neutras em relação ao comportamento da economia e às finanças públicas. Agravam a situação financeira, ora delicada, das empresas brasileiras e impõe um custo elevado à sociedade em geral, ainda que uma parcela desta se beneficie diretamente da rigidez monetária. (MARTINS, 2022, p. 58).

Por fim, pelo fato de o governo Dilma optar pela forma de governo ortodoxa, ele acabou por afastar-se dos setores populares do país. Podemos argumentar com base no cenário apresentado que as decisões tomadas durante seu governo acabaram por agravar a rigidez monetária, mantendo as metas de inflação em momentos em que o cenário inflacionário sugeria um ajuste para cima, onde permitia-se a queda dos juros. Contudo, as decisões tomadas não foram capazes de alterar efetivamente a institucionalidade da política monetária. (CORSI, 2016).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

De forma abrangente, a presente monografia de forma clara trouxe análises críticas que dizem sobre os rumos que a economia brasileira vem tomando nos últimos tempos. Baseado supostamente, no modelo do tripé macroeconômico, onde mostra-se que todas as economias ficam sujeitas ao regime de metas de inflação, que visando a estabilidade de preços tem se mostrado de fundamental importância ao setor rentista.

O trabalho centrou-se na crítica de elevadas taxas de juros que vinham sendo praticadas na economia brasileira. Fato este que revela a predominância do conservadorismo na gestão de política monetária, que vem sendo praticada desde o plano real em 1999. Buscou-se nesta pesquisa analisar os governos Dilma, pois percebe-se que neste marco temporal, houve uma ruptura na política monetária ortodoxa. Contudo, este fato foi temporário, pois, novamente seu governo voltou a praticar características de gestão do antigo governo Lula.

Esta ruptura, ou uma tentativa de romper com a estrutura macroeconômica vigente, levou a queda da Selic iniciada em agosto de 2011, chegando em seu piso histórico desde o plano real, alcançando 7,25% em outubro de 2012. Contudo, esta queda da taxa de juros não foi acompanhada pela redução da inflação, conduzindo a taxa real à níveis reduzidos para o padrão brasileiro.

Devido ao aumento da inflação no período, observa-se em abril de 2013, a retomada da elevação da taxa de juros, chegando ao patamar de 11,75% em dezembro de 2014. Neste contexto, percebe-se a dificuldade imposta pela economia política em manter taxas de juros baixas, pois a situação econômica não permitia sustentar a taxa implementada.

Porém, não ocorreram ações que pudessem trazer uma flexibilização das características institucionais do regime de metas de inflação que fossem acompanhadas da queda de juros. Observa-se, que no período os ministros da Fazenda, não trouxeram flexibilização na meta de inflação, encurtando o intervalo de tolerância da meta, além de manter metas irrealistas de inflação, que segundo o cenário, poder-se-ia ser flexibilizado.

Portanto, conclui-se num primeiro ponto, que o governo não realizou de forma apropriada os interesses entre os grupos que colocavam-se pressionando o governo

a elevar a taxa de juros. Por outro lado, observa-se que o cenário econômico e a estrutura econômica brasileira não viabilizaram o cenário de queda de juros. Pois, observou-se que não houve ações que pudessem de certa forma sustentar esta queda.

Sendo assim, espera-se que o trabalho possa fornecer elementos para outras análises, e reforça a necessidade de um aprofundamento maior sobre o processo de financeirização e como este processo pode influenciar as decisões econômicas.

Com isso, conclui-se que a hipótese levantada no trabalho para responder o problema de pesquisa não é verdadeiro perante o estudo feito. Sendo assim, apresenta-se os pontos levantados para responder ao problema de pesquisa: o motivo do retorno à patamares elevados da taxa de juros, deu-se pelo fato de não ter a flexibilização econômica política e o cenário econômico não demonstrar-se propício à continuação das quedas da taxa Selic.

Por fim, nota-se que os objetivos propostos no trabalho foram cumpridos, pois é feito uma análise detalhada da política monetária e taxas de juros, mostrando que o real motivo do retorno às práticas de política monetária ortodoxas é resultado de fatores econômicos, que não permitiram a continuidade de taxas de juros baixas.

6 REFERÊNCIAS

BACEN (Banco Central do Brasil). **Atas do Comitê de Política Monetária – Copom.** 156^a Reunião - 26-27 janeiro, 2011a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/19012011>. Acesso em: 22 nov. 2023.

BACEN (Banco Central do Brasil). **Atas do Comitê de Política Monetária – Copom.** 157^a Reunião - 01-02 março, 2011b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/02032011>. Acesso em: 26 nov. 2023.

BACEN (Banco Central do Brasil). **Atas do Comitê de Política Monetária – Copom.** 182^a Reunião - 1-2 abril, 2014. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/02042014>. Acesso em: 01 jan. 2024.

BACEN (Banco Central do Brasil). **Atas do Comitê de Política Monetária – Copom.** 192^a Reunião - 28-29 julho, 2015. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/29072015>. Acesso em: 01 jan. 2024.

BACEN (Banco Central do Brasil). **Institucional**, 2023a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/institucional>. Acesso em: 10 out. 2023.

BACEN (Banco Central do Brasil). **Taxa de juros básicas - Histórico**. 2023c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 10 nov. 2023.

BARBOSA, Fernando de Holanda. Política monetária: instrumentos, objetivos e a experiência brasileira. **FGV**, [S. l.], v. 2, p. 79, 1996. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/176658/mod_resource/content/1/Polimone.pdf. Acesso em: 07 set. 2023.

BARBOZA, Ricardo de Menezes. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. **Economia política**, [S. l.], v. 35, n. 1, p. 133-155, 2015. DOI: 10.1590/0101-31572015V35N01A08. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n01a08>. Acesso em: 09 set. 2023.

BERCHIELLI, Francisco Osvaldo. **Economia monetária**. São Paulo: Saraiva, 2003.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Da macroeconomia clássica à macroeconomia keynesiana**. 1976. Disponível em: <https://www.bresserpereira.org.br/papers/1985/962a-Da-macroeconomia-classica-a-keynesiaa-1976.pdf>. Acesso em: 07 ago. 2023.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. O governo Dilma frente ao tripé macroeconômico e a direita liberal e dependente. **Novos estudos Cebrap**. [S. l.], v. 95, p. 5-15, 2013. DOI: 10.1590/S0101-33002013000100001. Disponível em: <https://www.bresserpereira.org.br/index.php/short-texts/9417-5329>. Acesso em: 12 out. 2023.

BRUNO, Miguel. Financeirização e crescimento econômico: o caso do Brasil. **ComCiência**, Campinas, n. 128, mai. 2011. Disponível em: http://comciencia.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-76542011000400009&lng=pt&nrm=iso. Acesso em: 15 jul. 2023.

CAGNIN, Rafael Fagundes et al. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos Estudos**, São Paulo, n. 97, p. 169-185, nov. 2013. DOI: [10.1590/S0101-33002013000300011](https://doi.org/10.1590/S0101-33002013000300011) Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0101-33002013000300011>. Acesso em: 14 jul. 2023.

CARVALHO, Fernando José Cardim et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARRARA, Anieli Fagundes; CORREA, André Luiz. O regime de metas de inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. **Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 441-462, dez. 2012. DOI: 10.1590/S1415-98482012000300004. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482012000300004>. Acesso em: 05 out. 2023.

CONTRI, André Luis. Uma avaliação da economia brasileira no governo Dilma. **FEE**. Porto Alegre, v. 41, n. 4, p. 9-20, 2014. Disponível em: <http://200.198.145.164/index.php/indicadores/article/view/3074>. Acesso em: 11 out. 2023.

CORAZZA, Gentil. Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional. **Perspectiva econômica**. Porto Alegre, v. 2, n. 1, p. 1-23, 2006. Disponível em: https://revistas.unisinus.br/index.php/perspectiva_economica/article/view/4372. Acesso em: 08 set. 2023.

CORSI, Francisco Luiz. A política econômica do governo Dilma: baixo crescimento e recessão. **Novos rumos**. [S. l.], v. 53, n. 1, p. 153-165, 2016. DOI: 10.36311/0102-5864.2016.v53n1.09.p153. Disponível em: <https://doi.org/10.36311/0102-5864.2016.v53n1.09.p153>. Acesso em: 09 out. 2023.

DAMICO, Flávio Soares. A Lei de Say. **Ensaio FEE**. Porto Alegre, v.6, n. 1, p. 105-120, 1985. Disponível em: <https://revistas.planejamento.rs.gov.br/index.php/ensaio/article/view/903/1186>. Acesso em: 07 ago. 2023.

DORNELAS, Larissa Naves de Deus; TERRA, Fabio Henrique Bittes. Um percurso pela história das ideias: a moeda em Keynes. **Geosul**. Florianópolis, v. 36, n. 80, p. 145-169, 2021. DOI: 10.5007/2177-5230.2021.e71751. Disponível em: <https://doi.org/10.5007/2177-5230.2021.e71751>. Acesso em: 09 ago. 2023.

FONTANA, Fabiana Cristina. **Política Monetária: metas de inflação**. Piracicaba: USP, 2005. 51 p. Monografia (Bacharelado) – Ciências Econômicas, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2005.

FROYEN, Richard, T. **Macroeconomia: teoria e aplicações**. São Paulo: Editora, 2013.

GALLERY, Victória Lopes Kurtz. **A condução da política monetária brasileira do governo Dilma ao governo Bolsonaro**. Santa Maria: UFSM, 2022. 53 p. Monografia (Bacharelado) – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, 2022.

GARCIA, Marcio G. P. Política monetária, depósitos compulsórios e inflação. **Economia política**. Rio de Janeiro, v. 15, n. 2, p. 270-283, 1995. DOI: 10.1590/0101-31571995-0849. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31571995-0849>. Acesso em: 08 set. 2023.

GENTIL, Denise Lobato. A macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e o Keynesianismo. **Revista de Economia Contemporânea**. [S. l.], v. 7, n. 1, p. 169-181, jun. 2003. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19745/11429>. Acesso em: 20 out. 2023.

GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo Silveira. **Métodos de pesquisa**. Porto Alegre: UFRGS, 2009.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. Atlas: São Paulo, 2002.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. Atlas: São Paulo, 2008.

HERSCOVICI, Alain. Preferência pela liquidez, financeirização e efeitos de propagação: da não neutralidade da moeda e não neutralidade da finança. **Revista de Economia Contemporânea**. [S. l.] v. 24, n. 2, p. 1-23, 2020. DOI: 10.1590/1980552724212. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1980552724212>. Acesso em: 07 ago. 2023.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). **Em 2010, PIB varia 7,5% e fica em R\$3,675 trilhões**. Publicado em 3 de março de 2011. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/13983-asi-em-2010-pib-varia-75-e-fica-em-r-3675-trilhoes>. Acesso em: 15 out. 2023.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). **Painel de indicadores**. 2023. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/indicadores.html>. Acesso em: 10 out. 2023.

IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). **Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$) - média**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38590&module=M>. Acesso em: 15 out. 2023.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro**. Editora Fundo de Cultura: Rio de Janeiro, 1964.

LIBÂNIO, Gilberto de Assis. Um enfoque Keynesiano sobre a credibilidade da Política Monetária. **Revista de Economia Política**. [S. l.], v. 20, n. 4, p. 431–445, dez. 2000. DOI: 10.1590/0101-31572000-1487. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572000-1487>.

[31572000-1487](#). Acesso em: 01 ago.2023.

MARTINS, João Pedro Cals Brugger. **As interações entre a política monetária e o mercado de capitais**. Florianópolis: UFSC, 2007. 63 p. Monografia (Bacharelado) – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, 2007.

MARTINS, Norberto Montani. Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016): um ensaio a ruptura e a restauração do conservadorismo. **Economia e Sociedade**. Campinas, v. 31, n. 1, p. 43-63, 2022. DOI: 10.1590/1982-3533.2022v31n1art02. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2022v31n1art02>. Acesso em: 06 jul. 2023.

MATSUMOTO, Kensuke. **Efeitos reais da transmissão de política monetária: comparação empírica entre Brasil e Argentina**. Rio de Janeiro: FGV, 2000. 70 p. Dissertação (Mestrado) – Economia, Fundação Getúlio Vargas, 2000.

MENDES, Leilane Riedmiller. Notas sobre a teoria econômica e Estado em Keynes e o Estado de Bem-Estar Social. **Revista de Ciências Sociais**. [S. l.], v. 22, n. 1-2, p.171-181, 1991. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8667655>. Acesso em: 05 ago. 2023.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Economia e Sociedade**. Campinas, v.16, p. 65-81, 2001. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/520/04-Helder.pdf>. Acesso em: 09 set. 2023.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. A teoria da credibilidade da política monetária. **Economia Política**. Rio de Janeiro, v. 22, n. 3, p. 429-448, 2002. DOI: 10.1590/0101-31572002-1263. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572002-1263>. Acesso em: 07 set. 2023.

MESQUITA, Mário. A política econômica do governo Dilma: a volta ao experimentalismo. In: Centro de debates de políticas públicas (CDPP). **Insper**. p. 3 - 15, 2014. Disponível em: <https://cdpp.org.br/wp-content/uploads/2017/02/CAPITULO-1.pdf?lang=pt&format=pdf>. Acesso em: 10 out. 2023.

MODENESI, André de Melo. **Regimes Monetários**. Manole: Barueri, 2005.

NADER, Giordanno. A economia política da política monetária no primeiro governo Dilma: uma análise sobre taxa de juros, convenção e rentismo no Brasil. **Economia e Sociedade**. [S. l.], v. 27, n. 2, p. 547–575, 2018. DOI: 10.1590/1982-3533.2017v27n2art7. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v27n2art7>. Acesso em: 20 jul. 2023.

NASSIF, André. As Armadilhas do Tripé da Política Macroeconômica Brasileira. **Revista de Economia Política**. [S. l.], v. 35, n.3, p. 426-443, 2015. DOI: 10.1590/0101-31572015v35n03a03. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n03a03>. Acesso em: 05 out. 2023.

PEROTE, Alessandra de Queiroz. **Redesconto**: um instrumento de política monetária. Fortaleza: UFC, 1995. 66 p. Monografia (Bacharelado) – Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Ceará, 1995.

TEIXEIRA, Anderson Mutter. **O novo consenso macroeconômico e regras de conduta**: formação de expectativas e rotatividade. Maringá: UEM, 2009. 187 p. Dissertação (Mestrado) – Ciências Econômicas, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2009.

TERNOSKI, Simão, COSTA, Zoraide da Fonseca, MENON, Rozeli Aparecida. **A pesquisa quantitativa e qualitativa nas ciências sociais aplicadas**. Ponta Grossa: Atena, 2022. DOI: 10.22533/at.ed.204220610. Disponível em: <https://atenaeditora.com.br/catalogo/download-post/63052>. Acesso em: 05 out. 2023.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução a pesquisa em ciências sociais**: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1987.

WRAY, L. Randall. A teoria do dinheiro de Keynes: uma avaliação após 70 anos. **Revista de Economia**. [S. l.], v. 32, n. 2, p. 43-62, 2006. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/7727/5500>. Acesso em: 04 ago. 2023.