

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS

Victória Lopes Kurtz Galery

**A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA DO
GOVERNO DILMA AO GOVERNO BOLSONARO**

Santa Maria, RS

2022

Victória Lopes Kurtz Galery

**A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA DO GOVERNO DILMA
AO GOVERNO BOLSONARO**

**Projeto de Monografia de Graduação
apresentado na Disciplina Monografia II do
Curso de Ciências Econômicas como
requisito de avaliação da disciplina.**

Prof.^a Dra. Irina Mikhailova

Santa Maria, RS

2022

RESUMO

O presente estudo tem o objetivo de dissertar acerca da política monetária exercida entre os governos Dilma Rousseff e Jair Bolsonaro, identificando as estratégias aplicadas, compreendendo de que forma surtiram resultados no mercado como um todo, além de compilar dados macroeconômicos para melhor compreensão da evolução da economia, tais como IPCA, Selic e PIB - indicadores presentes nas projeções do boletim Focus, norteadores de expectativas dos agentes econômicos. A dissertação se baseia em uma pesquisa teórico-empírica, dado a análise de dados da economia brasileira, a tomada de decisão dos governos e a atuação do Banco Central serem respaldados pelo debate entre keynesianos e clássicos. O estudo tem início com a discussão acerca da temática teórica de ambas as abordagens, identificando as questões relativas à cada metodologia e quais seus pontos de vista. Consecutivamente, há o delineamento de questões as quais têm relação direta com a moeda no país, citando o regime de metas da inflação e outros temas adjacentes ao tema central. Em seguida, ocorre a discussão, por período, das políticas aplicadas e de que forma essas impactaram no mercado e na população como um todo. Conclui-se que, mesmo com um Banco Central ativo e independente, com sucessivas alterações na taxa básica de juros da economia, há defasagem devido ao hiato externo apresentado pela política monetária. Ademais, observa-se um desalinhamento da política de Estado frente a política de governo de cada administração eleita, dificultada por políticas fiscais que minam os efeitos restritivos que uma alta da taxa Selic tenta exercer na economia.

Palavras-chave: Dilma Rousseff; Estado; Governo; Jair Bolsonaro; Política Monetária.

ABSTRACT

The present study aims to discuss the monetary policy between the Dilma Rousseff and Jair Bolsonaro governments, identifying the strategies applied, understanding their results in the market as a whole, in addition to compiling macroeconomic data for a better understanding of the economy's evolution, such as IPCA, Selic and GDP (PIB) - indicators present in Focus bulletin's projections, guiding economic agent's expectations. The dissertation is based on a theoretical-empirical research, since the analysis of the Brazilian economy's data, the decision-making of governments and the actions of the Central Bank are supported by the debate between Keynesians and classics. The study begins with a discussion about the theoretical theme of both approaches, identifying the issues related to each methodology and what their points of view are. Consecutively, there is an outline of issues that are directly related to the currency in the country, citing the inflation targeting regime and other. Then, there is a discussion, by period, of the policies applied and how they impacted the market and the population as a whole. It is concluded that, even with an active and independent Central Bank, with successive changes in the basic interest rate of the economy, there is a lag due to the external gap presented by the monetary policy, besides the fact that there is a misalignment between the State policy and government policy of each elected administration, hampered by fiscal policies that undermine the restrictive effects that a high Selic tries to exert on the economy.

Keywords: Dilma Rousseff; State; Government; Jair Bolsonaro; Monetary Policy.

SUMÁRIO

1 Introdução

2 Fundamentação teórica

2.1 Abordagem Clássica

2.2 Abordagem Keynesiana

2.3 Análise das abordagens Clássica e Keynesiana

3. Política monetária no Brasil

3.1 Características da política monetária no Brasil

3.2 Análise da política monetária no período de Dilma ao Temer

3.3 Análise da política monetária no governo Bolsonaro

4. Debate em torno da política monetária no Brasil e a sua condução

5. Considerações finais

Referências

1. Introdução

O debate sobre a gestão da política macroeconômica brasileira, independente do governo que fizesse sua gestão, dificilmente pode ser denominado como consensual. A pluralidade de visões acerca da tomada de decisão referente ao direcionamento da economia do país sofre influência seja pelo debate de visões teóricas dicotômicas, tais como heterodoxa e ortodoxa, seja devido ao grande número de partidos políticos que disputam poder, influência, e imposição de seus diferentes posicionamentos não só econômicos, mas sociais e políticos também.

Aliado a isso, o Brasil, frente a outros países, tem um histórico de alta taxa básica de juros, representadas no Brasil pela Selic. Entretanto, durante o período da pandemia, sucessivas quedas da mesma resultaram em sua mínima histórica de 2% em Agosto de 2020. A taxa de juros, que por vezes chegou a dois dígitos, além de sua alta variabilidade dentro do período em questão, é resultado não só pelo compilado de inúmeras variáveis econômicas qualitativas e quantitativas, mas também, principalmente, da condução da política monetária.

Junto ao cenário desafiador no qual a política monetária vem sofrendo, o principal questionamento do trabalho diz respeito a quais foram as estratégias e ferramentas adotadas para condução da política monetária nacional entre os governos Dilma Rousseff e Jair Bolsonaro. Sendo assim, o objetivo do presente estudo consiste em analisar a política monetária brasileira nos últimos dez anos, tendo como objetivos específicos: conhecer os conceitos relacionados às teorias econômicas clássicas; verificar os conceitos de políticas monetárias; analisar os fundamentos e embasamentos das políticas monetárias dos últimos dez anos no país.

Concomitantemente, serão ressaltados o resultado de três indicadores macroeconômicos do período -IPCA, PIB, e Selic- dado serem variáveis norteadoras não só das decisões de política monetária do Banco Central, como também das expectativas dos agentes econômicos participantes do mercado em geral. Tais indicadores possuem projeções atualizadas semanalmente através do boletim Focus, o qual reúne as expectativas de mercado das principais instituições financeiras do país. Através da quantificação dessas expectativas, esses indicadores

servem de base não só para uma melhor compreensão das políticas monetárias exercidas na época, como também verificar se estas surtiram os resultados desejados, através da comparação entre as projeções e seus futuros resultados.

Na última década, o Brasil viveu momentos turbulentos e bem diferentes. Entre os anos de 2011 a 2021, houveram mudanças na presidência, um processo de *impeachment* e uma série de dúvidas com relação ao andamento e avanço da economia. Nesse período, foram adotadas medidas tanto expansionistas quanto restritivas, de acordo com a fase em que cada governo atravessava e de acordo com as propostas, sejam elas de maior controle do Estado ou então de incentivo aos empresários, refletindo no desempenho da economia em toda a década, que foi uma das de menor crescimento no período. Assim, é importante mensurar qual a contribuição e quais os impactos de cada um desses governos, bem como as estratégias adotadas.

Paralelamente, o cumprimento das metas para a inflação constantemente passa por dificuldades e, mesmo com uma política discricionária por parte das instituições do Estado, o crescimento não vem sendo retomado. Parte disso observa-se através do aumento do comprometimento do Produto Interno Bruto (PIB) com a inflação, que vem chegando a altos níveis desde 2014, melhorando após o processo de *impeachment* e aumentando novamente após a entrada do governo Bolsonaro. Embora a administração atual tente controlar os eixos econômicos, esta se vê mergulhada numa bolha de desconfiança, agravada pela tomada de decisão frente às questões relacionadas à pandemia da Covid-19.

O trabalho encontra-se dividido, além da introdução, em mais quatro capítulos subsequentes. No capítulo dois, busca-se delinear as bases das principais abordagens econômicas, onde o debate teórico ainda é muito associado ao debate de Keynes e da abordagem tradicional. No capítulo três, será descrito o racional do sistema monetário brasileiro e seus principais agentes, um breve histórico sobre a condução da política monetária mais recente antes do período de análise proposto no projeto e, principalmente, como a Selic, o IPCA e o PIB se comportaram dos anos 2011 a 2021. Já no capítulo quatro, serão elencados alguns pontos para debate e comparação das políticas monetárias dos diferentes governos. Como considerações finais, no último capítulo, supõe-se que, dado a taxa básica de juros brasileira ser

persistentemente alta, é provável que a política monetária não tenha a repercussão esperada, havendo um gargalo pela falta de alcance dos seus resultados desejados, seja por questão de defasagem em sua transmissão, ou por uma influência menor que a esperada no controle da inflação.

2. Fundamentação Teórica

A natureza da moeda, ou seja, o entendimento do papel do dinheiro na economia capitalista, delimitando se a moeda tem ou não um caráter de neutralidade, está relacionado com a constante preocupação dos efeitos da taxa básica de juros e da inflação, norteadores das decisões de política monetária. Concomitantemente, não só a política monetária, como também a fiscal, podem “exercer um impacto considerável sobre a demanda agregada e, conseqüentemente, sobre a inflação e o desemprego” (MANKIWI, 2015, p. 687).

O questionamento sobre a política monetária assumir papel ativo ou passivo frente às flutuações econômicas levanta a contestação sobre o quão assertiva é a tentativa de estabilizar a economia, ou se não seria melhor a política econômica manter-se passiva. Mesmo com a evolução do pensamento econômico nas últimas décadas, aliado ao nascimento de várias correntes e modelos, o embate teórico sobre política monetária ainda é muito associado ao debate de Keynes e a abordagem tradicional, irrompidos por volta de 1930.

2.1. Abordagem Clássica

A escola clássica, conhecida em grande parte como a precursora do Liberalismo Econômico, tem como preceitos a liberdade individual, a propriedade privada e o mínimo de ação do Estado sobre a sociedade, cujo termo baseia-se nas ideias liberais desenvolvidas no período vigente e na oposição frente os sistemas feudalista e mercantilista no ambiente econômico (FROYEN, 1999).

Conforme descrito por Rocha (2020), o liberalismo, ou capitalismo liberal, é uma vertente do capitalismo que surgiu entre os séculos XVIII e XIX, sendo caracterizado por grande aceleração das transformações econômicas pautadas na estruturação industrial, técnicas produtivas, relações sociais, aumento do volume de produção e extensão do comércio. Tal aumento de mudanças foi de magnitude

elevada, alterando as percepções locais e mundiais acerca da temática, mudando o modo como as pessoas viviam à época.

Atrelado à essas mudanças, é possível que se observe um grande crescimento demográfico, aumentando expressivamente a quantidade de pessoas em busca de trabalho, sendo formado ao longo do tempo uma estrutura de indústria mais produtiva com um alto volume de assalariados, havendo aumento do mercado consumidor e alterando assim as relações de oferta e demanda (ANUATTI-NETO, 2016). Assim, é importante citar o ponto de início desse processo, estando atrelado à Revolução Industrial através da adaptação das ferramentas que, anteriormente, eram empunhadas pelos profissionais e que, a partir de então, eram vinculadas a mecanismos, fazendo com que a força motriz não viesse do esforço humano, mas de uma força vinda do vapor, aumentando o ritmo exercido pelas máquinas.

Porém, não se refere apenas à velocidade do trabalho o surgimento das fábricas e a produção de seus efeitos uma vez que, na visão comercial internacional, o posicionamento militar e comercial da Inglaterra era fator decisivo para que houvesse o desenvolvimento da indústria britânica, estando assim ligado à uma grande capacidade de expansão rápida através do sistema fabril. Desse modo, possibilitou-se fortalecimento tanto em escala quanto em abrangência, baseada na convicção de uma expansão contínua de mercados e negócios (ANUATTI-NETO, 2016).

A dominação de classes passou a mudar de forma, deixando de ser explícita e direta para ser revestida de roupagem apolítica, caracterizado por detentores da força de trabalho e dos meios de produção. Conforme Rocha (2020, p. 17):

Generaliza-se, assim, a economia de mercado. Consolida-se a ordem objetiva baseada na propriedade privada, com o seu funcionamento automático e sua forma anônima, apolítica na superfície, de dominação de classe. As relações sociais de produção – é preciso ver – se dão por meio das coisas no capitalismo; a própria força de trabalho vem a ser mercadoria. À medida que essas relações são repostas por meio do movimento de acumulação, o processo de reprodução da sociedade torna-se aparentemente autônomo. O próprio mercado provê, desse modo, a sua base de legitimação.

Ainda que, anteriormente, fosse considerado um dever dos governos a fixação de preços e regulamentação de procedimentos industriais, a ideia do livre câmbio está pautada na concessão de liberdade completa aos produtores e

vendedores, sem haver qualquer espécie de travão, promovendo assim a capacidade de negociação da forma que for mais conveniente (PODCAMENI, 2018). O princípio do liberalismo está atrelado à luta contra um modelo econômico e político absolutista (ROCHA, 2020).

Durante a primeira fase da Revolução Industrial, o liberalismo político definia o modelo de Estado, tendo uma teoria similar para o tratamento de definição de modelos econômicos. Com a sua obra denominada *A Riqueza das Nações*, Adam Smith é dado como o fundador do conceito de liberalismo econômico, iniciando o período de economistas clássicos (PODCAMENI, 2018). Seu propósito era descobrir qual o modo de enriquecimento do Estado, chegando assim a destacar que “[...] quando se trabalha para si mesmo serve-se a sociedade com mais eficácia do que quando se trabalha para o interesse social” (SMITH, 1996, p. 6). Desse modo, o papel do Estado foi reduzido a defender a liberdade de atividades econômicas autônomas de qualquer modo de regulamentação política (ANUATTI-NETO, 2016).

A liberdade econômica regularia a economia de uma nação através da lei de oferta e demanda, considerado pelos liberais clássicos como uma lei orgânica e natural (ROCHA, 2020). Quando um produto possui uma alta demanda, superior ao disponível, os valores sobem e, quando observado esse aumento de preço, aqueles que possuem capital investem na produção dessa mercadoria e, através da rentabilidade e da produção da concorrência, farão naturalmente com que o preço baixe. Assim, a lei de oferta e demanda, além de regular os preços dos produtos, auxilia na distribuição dos capitais e da mão de obra demandada, ao passo que, quando a intervenção de preços vem do Estado, esse equilíbrio é desfeito, gerando abundância de certos produtos e escassez de outros, gerando desabastecimento à medida que os preços máximos são fixados (ROCHA, 2020).

As leis de mercado ao qual se baseia a lei de oferta e demanda é a de mão invisível, que rege todo o cenário econômico e equilibra a produção e consumo dos artigos, já que toda barreira artificial deve ser abolida, postulando-se o aumento do comércio internacional, de modo que haja a vinculação efetiva das necessidades com as potências industriais (PODCAMENI, 2018). O Estado deve, então, limitar-se à manutenção e cumprimento de contratos assinados livremente entre partes, estando os demais livres às leis da economia, tendo cada indivíduo a capacidade e

possibilidade de trabalhar e poupar para investimentos em educação, enfrentamento de doenças e manutenção da velhice e invalidez (PODCAMENI, 2018).

A ideologia do liberalismo econômico acenou a um favorecimento da industrialização, gerando mercados mundiais, acumulando capitais e auxiliando no processo de surgimento de grandes empresas, sobretudo após a Segunda Guerra Mundial. Porém, foi observada separação da ética à economia, havendo assim despreendimento da preocupação para com os problemas sociais gerados pela industrialização (ROCHA, 2020).

Cada cidadão possui a liberdade e particularidade de analisar de que modo se mostra mais oportuno empregar o capital disponível de modo mais vantajoso (PODCAMENI, 2018). Porém, as proposições posteriores dão conta de seus próprios interesses e não da sociedade em geral, mesmo que a aplicação de esforços para sua própria vantagem o encaminhe a empregá-lo de modo mais útil à sociedade, ainda que não premeditadamente.

Assim, todo modo de preferência ou de restrição deve atentar-se para que o movimento executado estabeleça e contribua à liberdade trabalhadora, de mercado e operária, sendo complementado por Smith (1996, p. 31) que diz:

Todo homem, com a condição que não viole as leis da justiça, deve ficar perfeitamente livre para abraçar o meio que melhor lhe pareça para buscar seu modo de viver e seus interesses; e que possam sair suas produções a competir com as de qualquer outro indivíduo da natureza humana.

Conforme descreve Rocha (2020), a origem da riqueza do Estado está na exploração de terras na visão dos fisiocratas, ao passo que na visão dos mercantilistas, essa origem se dá pela venda de produção e o acúmulo de capital. Já para os liberais, a origem é o trabalho. O indivíduo deseja reconhecimento social e, por conta de sua ganância, busca meios para progredir, não podendo fazer isso sozinho. Assim, aguça e utiliza suas aptidões para produção de outras mercadorias de interesse de terceiros, podendo realizar uma venda ou troca, gerando o mercado comercial.

Para a produção dessas mercadorias é necessária a realização de trabalho, sendo esse a origem do progresso econômico (ANUATTI-NETO, 2016). A fabricação de grandes volumes permite que sejam obtidos ganhos maiores como meio de

observar e organizar o trabalho, obrigando o produtor a empregar excelência e eficiência à produtividade. Assim, a remuneração por meio de salário corresponde ao ganho obtido na venda dos produtos fabricados (ANUATTI-NETO, 2016).

Para um funcionamento efetivo da produção é indispensável que haja uma ordenação societária em prol da harmonia do Estado, devendo este garantir a ordem mediante promulgação de constituição. Assim, o Estado não deve interferir na economia, mas deixá-la acontecer, produzindo e exportando sem qualquer aplicação de barreiras, entraves ou regulamentações (ROCHA, 2020).

O Estado caracteriza-se por ser um órgão responsável por capitalizar o excedente econômico potencial, buscando formas de instigar e dinamizar as forças de produção, ao passo que as controla e proporciona crescimento (ANUATTI-NETO, 2016). Enquanto espaço de gestão para o Estado, o governo age de modo a aumentar a expansão de força produtiva através de três mecanismos básicos, sendo eles: o controle de transferências, a elaboração de mecanismos e o estímulo de investimento, todos girando em torno do acúmulo de capital. Logo, sua configuração revela-se de extrema importância para a coordenação das esferas econômicas, cuja descrição de atividades é suficientemente relevante para a formulação de transformações e expansões de força dos meios de produção (ROCHA, 2020). Parte das transformações mais notáveis na economia nacional estão atreladas às ações de órgãos governamentais, como a Petrobras, por exemplo. Assim, o intuito do poder público é, em suma, não distorcer os regimes de mercado ou gerar barreiras da expansão privada, proporcionando uma concretização e ampliação do próprio capitalismo.

As estatais são criadas por uma série de razões, tanto para atendimento de funções como para alcance de objetivos e externalização, partindo de ideias que não seriam compatíveis com a obtenção máxima de lucros, como é o objetivo das empresas privadas (ROCHA, 2020). Dessa forma, pode-se afirmar que através da fase de desenvolvimento, o governo brasileiro utilizou-se dessas empresas públicas como forma de adicionar processos e engajamento ao desenvolvimento do país. O controle de suprimentos e insumos básicos, além da geração da demanda industrial nacional de bens, forma os principais pontos de justificativa para o avanço na criação das estatais já que, por conta disso, observa-se um aumento da

necessidade de capital por conta do não atingimento da rentabilidade que é esperada pelo setor privado (ROCHA, 2020).

Quando as ações do Estado interferem no regime de livre iniciativa, a forma como ele se coloca perante o mercado mostra de que forma é possível auxiliar para que a iniciativa privada prospere, junto à apropriação de capital (ROCHA, 2020). Isso porque a função estatal atua de modo supletivo e estimulante ao empreendimento privado. A função do Estado, então, se dá na intenção de promover o interesse de classes que possa trazer benefícios a toda a nação, devendo assim articular as suas políticas e a economia como meio de estruturar o desenvolvimento no país, sendo uma das atuações através das empresas públicas com altos investimentos de cunho sucessivo, permitindo que haja a diversificação e integração industrial (ROCHA, 2020).

2.2 Abordagem Keynesiana

Com a intenção de compreender o comportamento dos preços e da inflação na economia sob o ponto de vista keynesiano, é importante inicialmente identificar a forma como a política monetária é vista sob essa ótica. Compreende-se a abordagem keynesiana como sendo a teoria econômica idealizada por John Mayer Keynes, consolidada através de suas obras, com destaque à Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, publicada em 1936, a qual resulta no pensamento político-econômico contrário aos ideais do liberalismo econômico, já que outorga ao Estado o direito de intervir na economia com a finalidade de um cenário com pleno emprego. Segundo Miranda (2018, p. 22):

Como se sabe, o projeto de Keynes na Teoria Geral consiste basicamente em, por um lado, negar o sistema econômico de mercado auto equilibrante e auto regulador e, por outro, apresentar mecanismos econômicos que evitem as depressões e flutuações econômicas. Para tanto Keynes desenvolve seu projeto a partir de três proposições teóricas: teoria da determinação da renda (propensão a consumir e multiplicador), teoria do investimento (eficácia marginal do capital) e teoria da taxa de juros (preferência pela liquidez).

Seu ponto de partida está fixado na demanda efetiva, correspondendo ao pleno emprego depender da demanda agregada e do desemprego, sendo assim o resultado de uma carência de demanda agregada. Conforme traz Keynes (1982, p. 21):

Quando o emprego aumenta, aumenta o rendimento. É um princípio fundamental que quando o rendimento real duma comunidade aumenta, aumentará também o consumo, porém menos que o rendimento. Em consequência, para que haja uma procura suficiente para manter o aumento de emprego tem que haver um aumento no investimento real igual a diferença entre o rendimento e a procura de consumo originada desse rendimento. Em outras palavras, o emprego não pode aumentar a não ser que aumente o investimento. Esta é a vigia mestre do princípio da procura efetiva.

O cerne das atividades atreladas ao pensamento keynesiano estão pautados no consumo, na poupança e nos investimentos, sendo essas três decisões de modo deliberado e agregadas, objeto da renúncia de Keynes ao detalhamento de decisões individuais, mas sim interesse frente às variações globais ao longo do tempo, seja em relação à sua maior ou menor estabilidade. Keynes (2010) elucida que a determinação do volume do emprego, em todo e qualquer momento, auxilia na compreensão dos ciclos econômicos. Aliado a isso, segue com a sugestão de que todo o ciclo possui uma origem nas flutuações da eficiência marginal do capital aplicado, havendo, portanto, uma somatória juntamente às outras variáveis pontuais de curto prazo.

Conforme descreve Keynes (1982), a propensão ao consumo pode ser resumida como a função entre consumo e renda onde, para um determinado nível de renda, há certo nível de consumo que mostra-se relativamente estável no curto prazo. Embora a análise seja aplicável tanto de modo individual como familiar, são nas questões agregadas e no coletivo em que a comunidade keynesiana dedica-se.

Como é possível observar, Keynes (1982) tinha o esclarecimento de que a renda era somente uma parte da influência total sobre o consumo da comunidade. Os fatores objetivos são claramente elencados como os principais (frente aos fatores subjetivos), os quais destacam-se a variação: da unidade de salário, das diferenças entre renda e renda líquida, taxas de desconto, políticas fiscais e expectativas entre níveis presente e futuro de renda.

Para Keynes, a relação entre consumo e renda e entre renda e investimento têm a capacidade de gerarem uma formulação matemática, determinando como e de que modo a variação de renda afetaria no investimento e consumo. Acerca da ausência das menções de poupança, isso liga-se ao fato de que, no keynesianismo, considera-se que todo o investimento decorre da poupança.

Para Keynes, a principal busca pelo dinheiro corresponde à busca pela liquidez (MIRANDA, 2018). Nesse cenário, há três grandes fatores que fazem a preferência nessa busca, sendo descritas por Araújo (2011, p. 12):

- a) O motivo-renda: ou motivo-transação, trata do montante de recursos usados para recebimento e o desembolso da renda. Os fatores cruciais que determinarão o tamanho desse montante serão o valor da renda e a periodicidade em que se recebe. Segundo Keynes “o conceito de velocidade-renda da moeda é estritamente apropriado apenas a este contexto”.
- b) O motivo-precaução: refere-se a necessidade de manter moeda para atender a contingências inesperadas ou aproveitar oportunidade de ganho como compras vantajosas e adquirir ativos.
- c) O motivo-especulação: Seguindo a linha de pensamento de Keynes, os motivos renda e precaução são relativamente constantes e derivam, basicamente, da renda. Entretanto há um motivo que faz com que uma parcela da renda não seja empregada nem no consumo nem nos investimentos: a expectativa de um aumento na taxa de juros no futuro.

Pela lógica keynesiana, quanto maior o crescimento da renda de uma economia, maior a tendência de crescimento na formação das reservas com base na motivação da não especulação, estando assim os agentes econômicos atrelados às expectativas de que as taxas de juros terão aumento observado no período futuro. Desse modo, os agentes econômicos aguardam a alta dos juros e, como opção aos momentos de incerteza, pode haver aumento do tesouro relacionado à moeda e o adiamento dos investimentos e do consumo em geral, sendo esses fatores base para a discussão sobre a eficiência marginal do capital (ARAÚJO, 2011). Essa eficiência refere-se à condição de rentabilidade de um bem de capital, sendo a eficácia medida por meio da taxa de retorno do custo empregado (KEYNES, 2010).

Para Keynes, os três principais fatores aplicados em sua teoria possuem a função de colaborar à compreensão dos ciclos econômicos, trazendo como exemplo que, na visão de Keynes (1982) as questões relacionadas às crises não possuem relação com a alta das taxas de juros, mas sim com colapso repentino da eficiência marginal do capital. As taxas de juros e seus aumentos, de fato, impactam e agravam os cenários de crise, porém, as causas dessas altas taxas possuem como a principal consequência a demanda por moeda, seja visando a realização de transações, seja com fins especulativos (MIRANDA, 2018). Sobre as expansões dos ciclos e a relação do mesmo com a eficiência marginal do capital, Keynes (1982, p. 23) pontua que:

[...] enquanto a expansão contínua, a maioria dos novos investimentos oferece um rendimento corrente que não é insatisfatório. A desilusão chega porque, de repente, surgem dúvidas quanto à confiança que se pode ter no rendimento esperado, talvez porque o rendimento atual de sinais de baixa à medida que os estoques de bens duráveis produzidos recentemente aumentam regularmente.

A queda dessa eficiência tem a tendência em afetar de modo negativo a propensão ao consumo onde, naturalmente, a ilusão da fase expansionista levará à produção dos bens de capital que, em suma, nada mais são que desperdícios de recursos (DILLARD, 1996). No tratamento das posteriores fases à crise, na visão keynesiana, novamente as taxas de juros voltam ao foco da discussão, além dos fatores psicológicos que estão atrelados a toda essa movimentação de mercado.

Até o presente momento, pode-se compreender o julgamento keynesiano a respeito da crise com o foco nas oscilações da eficiência marginal. Essas oscilações são intrínsecas à economia capitalista, onde a alta das taxas de juros não deve ser tida como causas, mas como agravantes da fase de declínio do ciclo (KEYNES, 2010). O que deveria ser feito nessa condição, conforme Keynes (1982, p. 249):

O remédio para o auge da expansão não é a alta, mas a baixa da taxa de juros! Pois aquela pode fazer perdurar o chamado auge da expansão. O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim uma semidepressão permanente, mas em abolir as depressões e manter desde modo permanentemente um quasi-boom. O remédio não consistiria em fazer incidir uma elevada taxa de juros, que provavelmente desanimaria alguns investimentos úteis e enfraqueceria ainda mais a propensão a consumir, mas em tomar medidas energéticas, como, por exemplo, uma nova distribuição dos rendimentos ou outra qualquer, a fim de estimular a propensão a consumir.

Embora haja crédito das causas da crise à eficiência marginal de capital, a teoria keynesiana insiste que, além de ser necessário estímulo através da redução das taxas de juros, também deve-se estimular o consumo.

2.3 Análise das abordagens Clássica e Keynesiana

O principal papel da política monetária está pautado no controle de preços, sobretudo quando a análise é realizada a longo prazo. Porém, há uma série de princípios que devem ser avaliados e implementados para que uma política monetária seja, de fato, bem sucedida. Um desses princípios consiste na caracterização de uma âncora que, ligada a regra de política monetária, faz com que o valor doméstico da moeda atue como uma variável nominal, enquanto a regra atua demonstrando às instituições financeiras como seus instrumentos devem ser alterados, cujas regras podem ser aplicadas como agregados monetários ou taxas de juros (BCB, 2022).

Como a política monetária deve estar relacionada às flutuações de câmbio, caso o Banco Central venha a intervir de forma contundente e frequente na taxa de câmbio, poderá ocorrer sérios problemas relacionados ao regime de metas para a inflação, cujas depreciações podem causar crises financeiras sem precedentes e de grandes proporções. Essa dificuldade é observada com maior veemência em países considerados emergentes, uma vez que não podem permitir-se desligar e ignorar os movimentos de câmbio (ITAÚ ASSET, 2022).

Logo, o papel ativo de uma política monetária pelo governo revela-se pertinente, devido sua capacidade de prevenir ou amenizar recessões provenientes de choques na economia, dentro do modelo de demanda e oferta agregada, seguindo a linha da abordagem keynesiana. Para esta corrente, deve-se tirar proveito destes instrumentos de política econômica para estabilizar a economia. Por outro lado, há críticas a estas tentativas do governo, as quais argumentam que o mesmo deve-se abster de intervir na política macroeconômica na busca de promover seu equilíbrio (MANKIW, 2015, p. 673). Tal defesa se baseia no visível hiato entre a implementação de políticas econômicas e seu real efeito na economia, tornando-se mais um dos desafios para o alcance de uma estabilidade. Sobre este hiato de tempo, há distinção entre o interno e o externo. De acordo com Mankiw (2015, p. 674):

O hiato interno é o intervalo de tempo entre um choque na economia e a ação da política econômica em resposta a esse choque. Esse hiato ocorre porque é necessário um tempo para que os formuladores de políticas econômicas reconheçam, em primeiro lugar, que ocorreu um choque, e, a partir de então, coloquem em prática as políticas econômicas apropriadas. O hiato externo é o intervalo de tempo entre uma ação da política econômica e sua respectiva influência sobre a economia. Esse hiato ocorre porque as políticas econômicas não influenciam de imediato o gasto, a renda e o emprego.

Referente à política monetária, ela possui um hiato interno curto, já que um Banco Central pode alterar rapidamente a política econômica. Quanto ao hiato externo, este é maior, devido à política monetária operar “por meio de mudanças na oferta monetária e nas taxas de juros, o que, por sua vez, influencia o investimento e a demanda agregada” (MANKIW, 2015, p. 678). Devido aos agentes econômicos se planejarem com antecedência, pontua-se que mudanças na política monetária afetam a atividade econômica a partir de seis meses após sua implementação, apresentando uma clara defasagem, dificultando a estabilização da economia. Por consequência, não revela-se possível implementar políticas bem sucedidas a esse fim podendo inclusive, promover efeito contrário, desestabilizando o sistema. Apesar de exigirem cautela dos formuladores de políticas, os defensores de uma linha mais passiva não promovem uma completa ausência de direcionamento, principalmente em situações disruptivas na atividade econômica (MANKIW, 2015).

Evidenciado o longo hiato das políticas monetárias, percebe-se a dificuldade de implementar políticas de estabilização bem-sucedidas, dado a necessidade de se basearem em previsões econômicas mais precisas possíveis. Acontecimentos econômicos acabam sendo imprevisíveis, principalmente os mais dramáticos, como a Grande Depressão, por exemplo. Um economista que procurou aliar escritos sobre políticas econômicas e a influência de variáveis mais difíceis de serem diagnosticadas com precisão, tais como as expectativas dos agentes em relação ao futuro, foi Robert Lucas. Segundo a interpretação de Mankiw (2015, p. 680), a Crítica de Lucas salientava que “as expectativas desempenham papel fundamental na economia, uma vez que influenciam todos os tipos de comportamento”. A crítica também pontua que, para implementar mudanças na política econômica, seus formuladores necessitam mapear as expectativas e reações das pessoas a estas mudanças, as quais são difíceis de mensurar pelos métodos de avaliação tradicionalmente utilizados.

Juntamente, há a dicotomia entre a condução da política econômica através de regras ou de forma discricionária. A falta de confiança, pelos agentes econômicos, à incompetência e oportunismo dos formuladores de políticas econômicas revela-se como argumento central para a defesa em não conceder poder discricionário no uso de ferramentas de política monetária e fiscal (MANKIW, 2015). A incompetência dos formuladores se baseia muito na preocupação referente à implementação de políticas de governo, ao invés de priorizar as de Estado. Além disso, políticos por vezes não possuem conhecimento profundo sobre o tema, optando por implementar soluções rasas e paliativas para problemas complexos e estruturais. Manipulações da economia com finalidade de agradar o eleitorado, conhecida como “Ciclo Econômico Político” consiste em outro fator para defesa de que “a política econômica se situe fora dos domínios da política propriamente dita” (MANKIW, 2015, p. 681).

Caso opte-se pela implementação de regras, que tipos de regras deveriam ser aplicadas para a política monetária? A resposta apresenta diferentes propostas de acordo com a vertente elencada. Para os monetaristas, há a defesa de que o Banco Central deve manter o crescimento da oferta monetária a um ritmo constante. Um de seus principais precursores era Milton Friedman, o qual utilizava o argumento de que, com o crescimento lento e constante da oferta monetária, implicaria em produção, emprego e preços estáveis (MANKIW, 2015). Mesmo que isso pudesse ter promovido a amenização de flutuações econômicas, há muitas críticas que não corroboram com essa regra, já que um aumento constante da oferta monetária somente promoveria a estabilidade da demanda agregada caso a velocidade da moeda fosse estável. Entretanto, “[...] às vezes, a economia passa por choques, tais como deslocamentos na demanda por moeda, que fazem com que a velocidade se torne instável” (MANKIW, 2015, p.686).

Há uma forte defesa que a política econômica deva permitir que a oferta monetária se ajuste aos choques da economia. Dentre as estratégias a serem tomadas nesta linha, viria o estabelecimento de uma meta de inflação, no qual o Banco Central:

(...) anunciaria uma meta para a taxa de inflação (em geral baixa), para, em seguida, ajustar a oferta monetária quando a taxa de inflação observada se desviasse da meta. Da mesma forma que a meta para o PIB nominal, a meta de inflação deixa a economia isenta das variações na velocidade da moeda. Além disso, uma meta de inflação tem a vantagem política de ser fácil de explicar à população em geral (MANKIW, ano 2015, p. 687).

Sobre a discussão do papel do Estado na economia, postulados desenvolvidos por Keynes costumam preponderar mais no consenso, os quais, entretanto, não são isentos de polêmicas. Suas premissas foram estruturadas nas décadas de 20 e 30 do século passado, em um ambiente da grande crise provocada pela quebra da Bolsa de Nova York em 1929, o qual gerou um dos mais graves desequilíbrios conjunturais nos Estados Unidos, que logo se irradiou pela economia mundial. A crise financeira iniciada no final de 2008, também iniciada nos Estados Unidos, alastrando-se pelo mundo, fez reaparecer em destaque um dos postulados do keynesianismo: quando algo provoca desequilíbrio no mercado, ocasionando a retração do nível de consumo ou de investimento por parte dos agentes privados, o Estado deve intervir na economia em grau e em áreas tão diversas quanto

necessário sejam, como forma de estancar o crescimento do nível de desemprego e garantir o estado de bem-estar social (KEYNES, 1982).

Politicamente, Keynes era um liberal (foi membro do Partido Liberal britânico), porém posicionou-se contra uma das bases do liberalismo clássico, o *laissez faire*¹ e, mais ainda, propôs a intervenção do Estado na economia como forma de defesa da livre iniciativa – posturas aparentemente antagônicas: o liberalismo e a intervenção estatal (FONSECA, 2010). Todavia eram posições racionais, já que a intervenção estatal deveria ser defendida “tanto por ser o único meio praticável para evitar a destruição total das formas econômicas existentes como por ser condição de funcionamento adequado da livre iniciativa” (KEYNES, 1982, p. 33).

As concepções macroeconômicas de Keynes, possuindo conotações e características não liberais, aceitam essa intervenção do governo tão somente como uma forma de suplantar uma insuficiência conjuntural da demanda do setor privado, mas rejeitam, categoricamente, a propriedade estatal dos meios de produção, como um Estado sendo agente produtor de bens e serviços para o mercado (FEMENICK, 2021). Na sua obra principal, o autor afirma que “não se vê nenhuma razão evidente que justifique um Socialismo de Estado abrangendo a maior parte da vida econômica da nação. Não é a propriedade dos meios de produção que convém ao Estado assumir” (KEYNES, 1982, p. 35). Segundo Femenick (2021), essa posição não é algo paradoxal: para Keynes a aceitação da intervenção do Estado é algo passageiro, a rejeição ao socialismo é definitiva. Na verdade, as teorias de Keynes têm por objetivo encontrar meios para evitar ou solucionar as crises que periodicamente afetam o funcionamento normal das sociedades capitalistas.

Outro ponto primordial no debate entre as duas correntes consiste em Keynes, de modo explícito, propor que a definição do resultado das políticas econômicas seria voltada ao pleno emprego. Já na abordagem clássica, defende-se que o objetivo de uma economia saudável possui relação direta com a produtividade em nível crescente, sendo o aumento do nível de empregos uma consequência. Desse modo, o foco de uma economia saudável se referir à condicionalidade da

¹ O Laissez Faire é a teoria central do liberalismo econômico, segundo a qual o mercado deve funcionar sem interferência do governo e de outros fatores. Dominou o cenário econômico dos Estados Unidos e dos países desenvolvidos da Europa do final do Século XIX e no início do Século XX.

criação de empregos traz consequências de médio e longo prazo (ROCKWELL; PAUL, 2015).

Voltando a um aspecto mais atrelado à política monetária, o keynesianismo afirma da preferência por liquidez ser uma condição de persistência de altas taxas de juros, mostrando que, caso não houvesse queda suficiente, não haveria fortes estímulos para novos investimentos (KEYNES, 1982). Segundo descrito por Rothbard, trazido na obra de Miranda (2018), o erro interpretativo do caso está na condição de que a taxa de juros não seria formada pela preferência da liquidez, mas pela preferência temporal de agentes econômicos.

Concomitantemente, além do fato das taxas de juros determinarem o nível dos investimentos, os níveis de investimentos e poupança são responsáveis por determinarem a preferência temporal. O aumento da demanda de moeda não significa, necessariamente, que haverá elevação das taxas de juros uma vez que, caso o aumento do entesouramento venha principalmente do consumo, um aumento da demanda de moeda faz com que as taxas de juros caiam porque as preferências temporais também foram reduzidas (ARAÚJO, 2011).

Revela-se válido também destacar a visão que a Teoria Austríaca de Ciclos Econômicos traz sobre o pleno emprego, uma vez que essa crítica busca mostrar a inconsistência da hipótese trazida pela abordagem keynesiana acerca do tema, partindo do princípio que os ciclos provocados pelas expansões artificiais de crédito não são decorrentes do desemprego. Segundo Iorio (2013):

Como a TACE mostra claramente, expansões artificiais do crédito, isto é, não baseadas em poupança genuína, mas em moeda fantasiada de poupança, emitem sinais positivos ilusórios para o capital nos setores de ordens mais elevadas, o que atrairá investimentos de longo prazo para esses setores, mas isto só poderá acontecer durante algum tempo, porque o cabo de guerra subsequente entre consumo e investimento, dadas as preferências intertemporais, acabará por elevar a taxa de juros e mostrando a realidade dos fatos: aqueles investimentos foram mal investimentos, e esse fato inescapável, ou seja, os erros cometidos anteriormente serão amplificados ao final do período de boom. Espero ter ficado bem claro que expansões artificiais de crédito geram ciclos econômicos e isso nem de longe depende da existência ou ausência de fatores de produção desempregados.

Em relação à visão clássica sobre a expansão do crédito e sua condição de geração de aumento dos investimentos, segundo esta abordagem, o *boom* ocorre

por conta de um aumento do consumo de bens de capital. Seguindo esta análise de Iorio (2013), ele cita que:

Como a oferta de bens de capital demanda mais tempo para se concretizar, empresas não podem entrar em operação porque ainda não houve tempo para a instalação de outras empresas que produzam insumos complementares para a produção das primeiras e, como escreveu Mises, “fábricas cujos produtos não podem ser vendidos porque os consumidores antes preferem comprar outros bens que, no entanto, não são produzidos em quantidades suficientes” (porque o crédito artificial estimulou investimentos equivocados em outras etapas do processo produtivo). Em outras palavras, o término inescapável da expansão creditícia torna visíveis erros que antes pareciam acertos! É claro que todos vêem somente os malinvestments visíveis, sem notar que isso foi provocado porque não surgiram empresas para produzirem bens complementares, bem como empresas necessárias para produzir aqueles bens de consumo que agora são mais demandados. Mises, em *Ação Humana*, é bastante claro: a classe empresarial inteira fica como que na posição de um construtor que superestima a quantidade da oferta disponível de materiais... supervisiona a construção das fundações... e só depois descobre... que não tem o material necessário para completar a estrutura. É óbvio que o erro de nosso construtor não foi um sobre investimento, mas um investimento inapropriado.

Alguns keynesianos possuem a argumentação de que, com o aumento no consumo presente, fornecedores têm o estímulo de realização de novos investimentos e, desses novos, surgem aumentos de renda que fazem com que haja a manutenção do nível de consumo de modo crescente (PIGNATA; CARVALHO, 2015). Esse raciocínio se revela correto somente quando admite-se a hipótese do aumento do consumo ter sido através do uso prévio de recursos ou crédito baseados numa poupança real existente (PIGNATA; CARVALHO, 2015).

Por meio da sistemática de emissão da moeda sem lastro, grande parte do crédito em circulação não possui lastros em poupança e, mesmo que seja iniciado o processo de incentivo do consumo, observa-se foco no atendimento da demanda atual, mas sem um teor de sustentabilidade. Por isso, a visualização desses investimentos são tidos como errados, onde o aparente ciclo de prosperidade possui um encerramento próximo (ARAÚJO, 2011). O conceito, tido com multiplicador de investimento, é um dos pontos centrais da discussão e, como nos traz Bagus (2013):

O famoso "multiplicador do investimento" é uma das vítimas. Segundo esta teoria, um aumento unitário no volume de investimento de uma economia provoca ondas sucessivas de aumento da renda, cuja dimensão depende da propensão marginal a consumir ou poupar. Esta teoria requer que todos os fatores de produção estejam apresentando alguma ociosidade. Mais especificamente, para Keynes estar correto, é necessário que haja desemprego voluntário de todos os fatores de produção e que também haja capacidade ociosa nas indústrias de bens de consumo. Vejamos. Se não

houver desemprego voluntário de todos os fatores, o estímulo governamental a novos projetos de investimentos irá gerar apenas gargalos, uma vez que fatores de produção serão retirados de outros projetos mais lucrativos e direcionados para projetos artificiais. Os keynesianos concordam com isso. Se todos os tipos de fatores de produção estiverem apresentando alguma ociosidade, mas não houver mais capacidade produtiva nas indústrias de bens de consumo, então 25 estímulos governamentais irão apenas elevar os preços dos bens de consumo e encurtar a estrutura de produção, tornando-a mais voltada para o presente. Os keynesianos também concordam com isso. E, finalmente, se os dois fenômenos ocorrerem conjuntamente — isto é, se houver uma ociosidade geral dos fatores e houver folga na capacidade produtiva das indústrias de bens de consumo, que é o pressuposto da teoria de Keynes —, por que então não há um acordo voluntário entre os proprietários dos fatores de produção e os empreendedores? Keynes não respondeu a essa questão, e preferiu ir diretamente para a defesa do aumento dos gastos do governo e da inflação monetária para corrigir esta situação.

Assim como admitido por Keynes, a teoria possui embasamento nos agregados econômicos e na sua estabilidade ao longo do tempo. Por sua vez, a outra escola ressalta o perigo da análise da economia através do uso de agregados, justamente por estes não serem o reflexo exato das preferências temporais e pessoais dos agentes econômicos que estão envolvidos neste mercado (ARAÚJO, 2011).

Para concluir e compreender o direcionamento atual de uma política monetária mais efetiva, segundo Femenick (2021), esta deve estar ajustada às demais políticas econômicas - política comercial externa, cambial, orçamentária de Estado e de regulação e fiscalização do mercado financeiro. Sua gestão é condicionada pelo governo e autoridade monetária, de acordo com o arranjo institucional peculiar de cada país. A autoridade monetária pode atuar tanto como uma instituição governamental gestora de uma política de governo, como por um modelo bastante independente do poder político (NETO, 2016). De forma geral, prevalece a tendência das práticas nacionais baseadas no modelo pautado pela constituição de uma autoridade monetária, totalmente independente dos poderes políticos nacionais.

3. Política monetária no Brasil

A política monetária abrange o conjunto de propósitos e diretrizes para efeito de regulação e controle dos fluxos monetários, dos estoques monetários, das taxas de juros, bem como da atuação dos agentes econômicos, em prol de um ajustamento da atividade econômica (FEMENICK, 2021). O intuito do seu estímulo

consiste em resultar, basicamente, na expansão da produção, do consumo, do investimento, do emprego e da renda (FEMENICK, 2021).

Em território brasileiro, a política monetária é executada por meio do Banco Central (Bacen), definindo as taxas de juros em consonância aos seus órgãos internos (TURATTI, 2020). Para a normatização de suas práticas, o Conselho Monetário Nacional (CMN) atua, através do Comitê de Política Monetária (COPOM), no controle das taxas de juros que são praticadas pelo Estado.

Seus mecanismos de transmissão correspondem a canais os quais afetam o comportamento de variáveis econômicas, tais como preços e produtos, através de duas vertentes. Segundo Neto (2016), a primeira consiste nos agregados monetários, identificados pelos níveis referentes à quantidade de moeda vigente em termos de fluxos e estoques monetários; e a segunda, nas condições do mercado monetário, identificadas pelas taxas de juros, pela disponibilidade de crédito, bem como pela liquidez, oportunamente associada à relação vigente entre a oferta monetária e a demanda monetária resultante do nível de atividade econômica.

A Selic consiste no principal mecanismo de política monetária utilizado pelo Banco Central para controlar o nível geral de preços, além de ser referência a todas as taxas de juros do país, como a de empréstimos, financiamentos e aplicações financeiras (BCB, Online). As considerações para sua determinação, pelo Banco Central, baseiam-se nos choques incorridos tanto dentro do sistema econômico, como em influências externas a ele. Desde janeiro de 1999, onde houve o maior valor da Selic já registrada, sua meta vem sendo reduzida, melhorando os indicadores de saúde econômica do país (TURATTI, 2020).

A variável central da política monetária revela-se na inflação, medida no Brasil principalmente pelo IPCA. O Bacen acompanha de maneira contínua esse índice, não somente por ele balizar o cálculo das taxas de juros, mas também pelo fato de haver uma série de metas fixadas para seu controle, onde instrumentos necessários são aplicados pela instituição para o cumprimento das mesmas (MARTINS, 2020). Dentro dessas metas, há uma margem de tolerância, para mais ou para menos, a qual tende a indicar se, de fato, a meta foi ou não cumprida, possibilitando avaliar tendências de aumento ou queda das taxas de juros. Além disso, a inflação pode ser

considerada o termômetro da economia, onde um aumento do nível de preços pode apontar que a produção está num ritmo acima do ideal, por exemplo (ÁVILA, 2007).

Podem ser elencados três principais mecanismos para o controle da inflação. O primeiro deles é o recolhimento compulsório, restringindo a circulação de moeda, evitando que chegue às mãos da população, através do aumento das taxas repassadas ao Bacen pelos bancos, deixando-os com disponibilidade menor de reservas para atuação e distribuição de crédito; o segundo refere-se à taxa de redesconto, caracterizada por uma taxa de juros cobrada pelo Bacen junto a bancos comerciais, fazendo com que as taxas repassadas a seus clientes sejam elevadas; e por fim, a taxa básica de juros (Selic) a qual, de acordo com a necessidade, flutua e altera as taxas praticadas pelos bancos (NUNES, 2018).

Partindo para uma revisão histórica do cenário econômico brasileiro da época, é válido ressaltar o ambiente de desaceleração econômica a nível mundial, incorrido no segundo trimestre de 2001. Problemas políticos ocasionados em países vizinhos, como na Argentina e Uruguai (onde são provenientes boa parte dos produtos importados na América do Sul), além da necessidade de reestruturação dos Estados Unidos após ataques terroristas de 11 de Setembro, revelam-se em alguns exemplos os quais promoveram um período de crescimento contido da economia (PIGNATA; CARVALHO, 2015).

Essa conjuntura, atrelada a outras variáveis, influenciou no aumento do índice de inflação no país, aliado ao crescimento exagerado das tarifas e preços praticados por contratos, como em prestações de serviço de distribuição de energia, água e saneamento. Esse aumento fez com que esses embargos inseridos nos produtos, serviços e prestações fossem repassados ao consumidor a taxas além das esperadas. Assim, houve diminuição do poder de compra destes consumidores, os quais passaram a priorizar aquisição produtos e serviços mais essenciais, consistindo num cenário marcado por dificuldades da camada social mais fragilizada economicamente, até a primeira metade de 2003 (SANT'ANA, 2009).

Após a mudança de governo, da instauração de políticas de controle da inflação e do restabelecimento de um ambiente econômico mais fortalecido, os índices macroeconômicos passaram a ser mais bem controlados. Uma estabilidade

do mercado foi possível de ser observada, onde não houve retorno de uma inflação crônica, principalmente de 2005 a 2007 (SERRANO, 2009).

Dado essa breve contextualização macroeconômica, tanto doméstica quanto internacional, aliado aos dados compilados na Tabela 1, serão analisados, em paralelo ao contexto político e cenário econômico geral, o período proposto de dez anos da política monetária brasileira.

Tabela 1. Dados Macroeconômicas (2011-2021)

Ano	Taxa Selic ¹	IPCA ²	PIB
2011	10,90%	6,50%	3,97%
2012	7,14%	5,84%	1,92%
2013	9,90%	5,91%	3,00%
2014	11,65%	6,41%	0,50%
2015	14,15%	10,67%	-3,55%
2016	13,65%	6,26%	-3,31%
2017	6,90%	2,95%	1,06%
2018	6,40%	3,75%	1,12%
2019	4,40%	4,31%	1,14%
2020	1,90%	4,52%	-3,88%
2021	9,15%	10,06%	4,60%

¹ Taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis.

² IPCA acumulado em doze meses (em dezembro).

Fonte: Bacen e IBGE. Elaboração própria.

3.1 Análise da Política Monetária no Período de Dilma ao Temer

O histórico combo brasileiro nos períodos democráticos consiste na aceleração fiscal junto com uma política de freio monetário. Dado o Estado insistir em aumentar suas despesas acima da inflação, a maneira de compensação revelava-se na imposição de taxas de juros mais altas (SCHIO; SATOA; HASEGAWAA, 2020). Esse desalinhamento da política fiscal com a monetária fazia com que a economia, no final das contas, não saísse do lugar. Apesar de um crescimento estrondoso no governo Lula via estímulo fiscal, muito corroborado pelo cenário externo de *boom* das *commodities*, quando a então presidente Dilma seguiu

na mesma linha de estratégia de expansão de crédito, acabou por promover um descarrilamento na macroeconomia do país (BOLLE, 2016).

A redução dos juros adotada pelo Banco do Brasil em 2012, aliado a postura da presidenta Dilma Rousseff, a qual cobrava mudanças dos bancos privados em relação aos elevados juros e *spreads*, sinalizaram alterações nas relações entre o sistema financeiro e o Estado brasileiro (BARBOSA, 2017). Nos dois últimos anos do governo Lula, começaram a aparecer fissuras na hegemonia da fração bancário-financeira em decorrência tanto do fortalecimento de outras frações (segmentos exportadores e de parte da indústria nacional), como dos efeitos econômicos e ideológicos da crise financeira internacional (BUSATO; MOREIRA; CAVALCANTI, 2009). Seguindo esse plano político, a crise internacional desgastou a teoria econômica ortodoxa cuja ideia de mercados financeiros livres, associados a Bancos Centrais independentes, seriam os mecanismos mais eficientes em promover o bem-estar da população (BARBOSA, 2017).

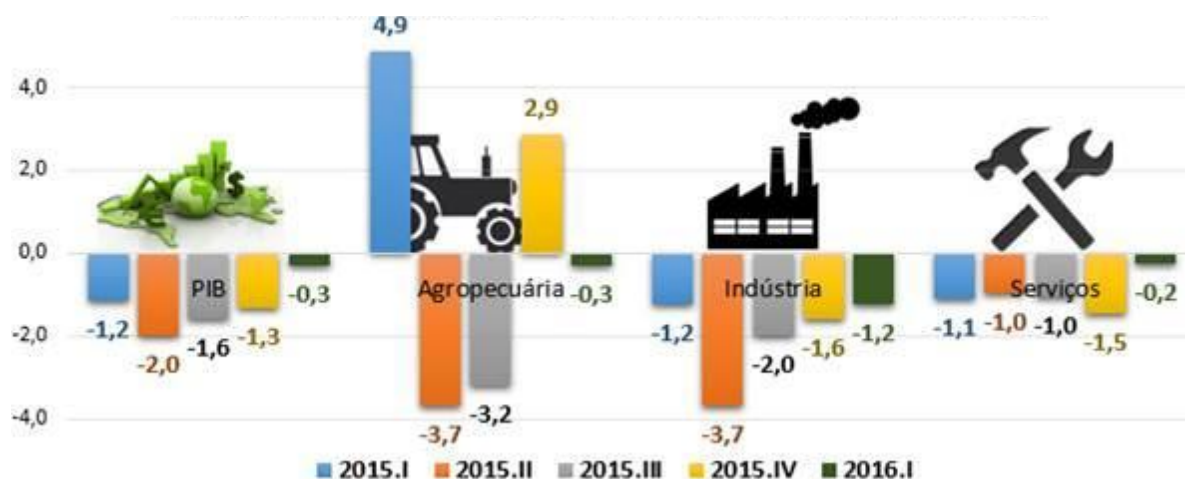
Parece claro que, desde 2006, a economia brasileira entrou em um novo regime de crescimento puxado pela demanda, onde as políticas de distribuição de renda e o crescimento do mercado interno, com a incorporação de ampla parcela da população antes excluída do consumo de massas, tiveram papel fundamental (CINTRA; ACIOLY, 2012). Especialmente a partir de 2010, entretanto, observou-se os limites e desgates frente ao modelo de crescimento baseado no mercado interno e na redistribuição da renda, combinado com a manutenção de juros elevados e apreciação cambial, minando o dinamismo industrial. O consumo cresce sem expansão da produção industrial devido ao vazamento da renda para o exterior, com o aumento das importações de manufaturas e desarticulação das cadeias produtivas domésticas (aumento do conteúdo importado). Consequentemente, reduz-se o poder multiplicador das políticas sociais de transferência de renda e aumento do salário mínimo (CINTRA; ACIOLY, 2012).

O setor privado, em particular a indústria de transformação, seguiu apresentando resultados decepcionantes em produção e crescimento do PIB, suscitando debates sobre a desindustrialização. A capacidade ociosa em níveis elevados desse setor conduziu à retração dos investimentos privados a partir de 2011, os quais vinham sendo fonte importante do crescimento (BARBOSA, 2017). A

manutenção da formação bruta de capital fixo ficou cada vez mais dependente dos investimentos públicos (PAC e empresas estatais) que, por sua vez, eram limitados pela manutenção da meta de superávit primário (CINTRA; ACIOLY, 2012).

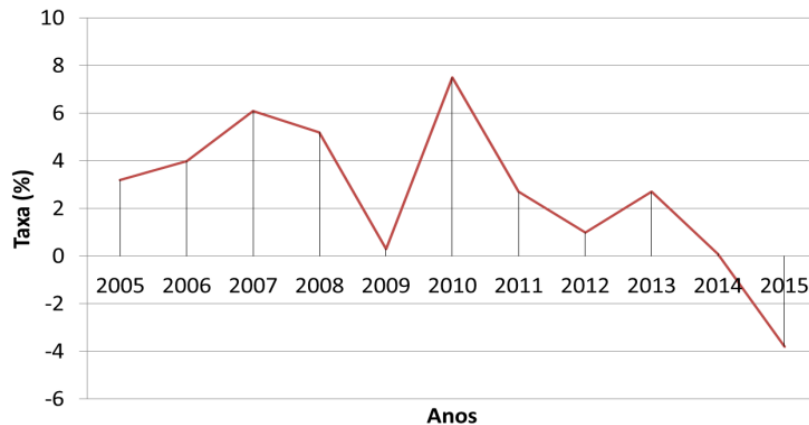
Em contrapartida, permaneceu forte e em ascensão a fração dos segmentos industriais produtores de *commodities* e do agronegócio. Dado o fortalecimento de tais segmentos, revelou-se cada vez mais difícil para o Estado brasileiro deslocar parte do excedente gerado por estes setores para outros segmentos produtivos intensivos em tecnologia e produtores de bens saláris (BUSATO; MOREIRA; CAVALCANTI, 2009). Por outro lado, de 2015 em diante, o que se viu foi um decréscimo generalizado em todos os setores de atividade econômica (primário, secundário e terciário) (Figura 1), formando um quadro de retração no mercado (SIPROCF, 2016).

Figura 1: Evolução da taxa trimestral (frente ao trimestre imediatamente anterior - %)



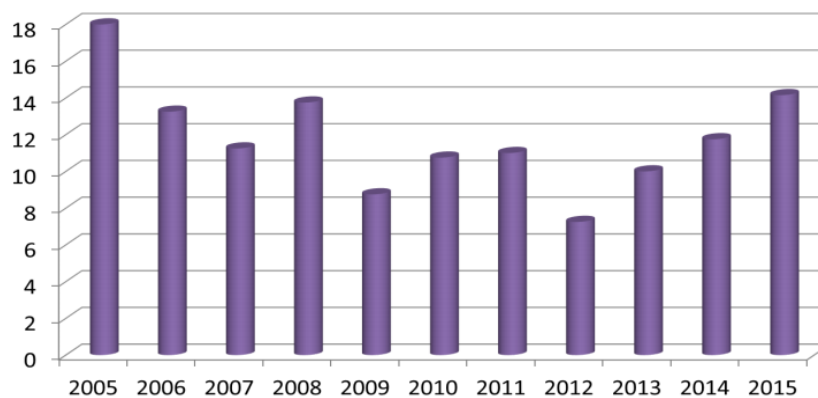
Fonte: Siprofc, 2016

Na época do mandato de Dilma, o PIB apresentou sequencial decréscimo, o qual vinha desde o ano de 2008, com picos de melhoria em 2010 e 2013, mas fechando o ano de 2015 com variação negativa (Figura 2) (SIPROCF, 2016).

Figura 2: Evolução do Produto Interno Bruto (PIB) (2005-2015)

Fonte: IBGE, 2016

Já a Taxa Selic teve, em 2015, seu pior resultado em 10 anos, a qual só em 2005 havia sido tão elevada (Figura 3). Paralelamente, a taxa de investimento na economia revelou decréscimo no ano de 2014, sendo o pior feito desde 2010.

Figura 3: Taxa Selic (2005-2015)

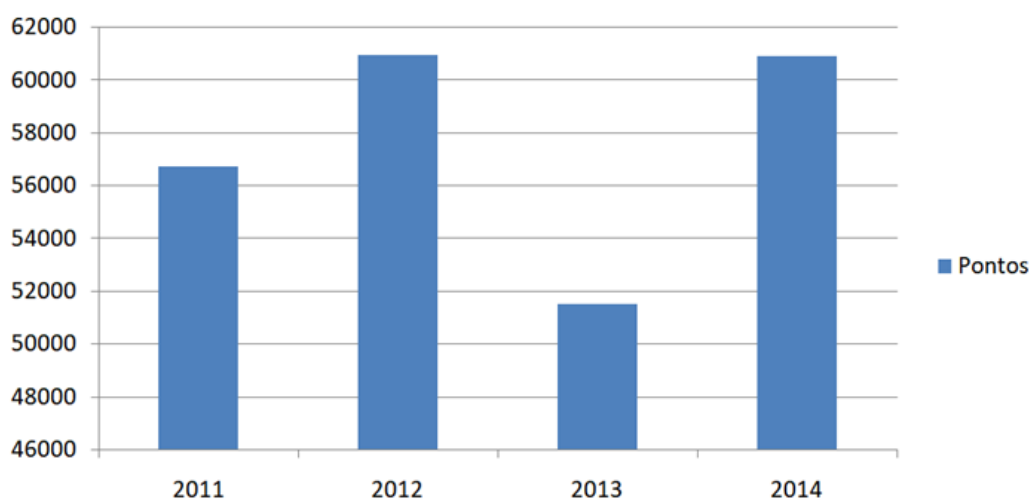
Fonte: Bacen, 2016

Ao tomar posse, Dilma continuou a fazer o mesmo que Lula, estimulando o consumo sem as devidas reformas necessárias, desencadeando em forte aumento da inflação. Em 2014, o IPCA fechou em 6,41%, muito em função das manipulações nos itens de maiores pesos da cesta, como transporte público, energia e gasolina com preços fixados abaixo do equilíbrio (AZEVEDO, SERIGATI, 2015). Após ser reeleita em 2014, a presidente escolheu Joaquim Levy como ministro da Fazenda que, imediatamente, soltou o câmbio, motivando o aperto financeiro e fiscal, reduzindo a demanda agregada privada, desfazendo as amarras e manipulações dos anos anteriores, havendo um realinhamento dos preços (BOLLE, 2016). Com

isso, em 2015, o IPCA iniciou uma trajetória de alta, superando a marca de dois dígitos no ano (IBGE).

A presidente Dilma não conseguiu estimular o PIB, mesmo visando as medidas anteriormente implementadas por Lula, em razão da falta de credibilidade da equipe econômica e do governo. A expectativa era negativa e, aliada à inflação alta, desestimulou os investimentos e o consumo (BOLLE, 2016). Analisando o comportamento do índice Ibovespa do período, é possível visualizar as alterações no período de 2011 a 2014, primeiro mandato da Presidente Dilma Rousseff (figura 4).

Figura 4: Índice Ibovespa médio – 1º mandato Dilma



Fonte: Bolsa, Brasil, Balcão (B3) (série histórica)

Em 2011, a queda no índice se deu muito em função dos investidores estrangeiros, cuja desconfiança em torno da política econômica era elevada (GLOBO ECONOMIA, 2011). Em 2012, houve crescimento tímido, tendo em vista não só ingerências do governo em alguns setores, como também dada a China ter sofrido reduções de suas projeções de crescimento. Em 2013, apesar de ter sido o segundo pior resultado da bolsa desde o início do Plano Real, países da Europa e Estados Unidos começaram a dar sinais de recuperação econômica, efeitos os quais não se foram percebidos no Brasil, dado o cenário fiscal deteriorado, baixo crescimento econômico e pressão inflacionária, fazendo com que os investidores se mantivessem distantes do mercado de ações (EXAME, 2013). O ano de 2014 também foi marcado por expectativas negativas, muito em razão do escândalo da Petrobrás, empresa que possui alto peso no índice (GLOBO ECONOMIA, 2011).

Seguindo a tendência dos últimos dois anos, 2015 também fechou em queda, de -13%. Este foi um período de pessimismo e desconfiança com relação à situação das contas públicas do país, somado a diversos escândalos de corrupção (GLOBO ECONOMIA, 2015). O segundo governo Dilma foi interrompido em 2016 dado seu *impeachment*, diante de um cenário político de muita tensão, com protestos e denúncias das pedaladas fiscais, os quais não só constituíram crime de responsabilidade, como também foram a causa do afastamento definitivo da presidente. No entanto, no período em que foram feitas as investigações em relação ao *impeachment*, grande indefinição assolou o mercado financeiro, aumentando a volatilidade do Ibovespa (VINCI, 2016). Apesar do Ibovespa ter começado o ano de 2016 em baixa, após o afastamento da Presidente, o índice reagiu positivamente, muito pela perspectiva otimista frente ao novo governo (VINCI, 2016).

Já no período do governo de Temer, este teve início não só devido ao *impeachment* contra a presidente Dilma Rousseff, como também em meio a uma série de escândalos apurados pela Operação Lava Jato. Apesar do caos político, a tendência, segundo as expectativas de mercado, era de que a economia se estabilizasse e o crescimento fosse retomado (VINCI, 2016). Esta perspectiva otimista não se efetivou no ano de 2017, tendo em vista a corrupção endêmica que assolou o país.

Observou-se propostas fiscais radicais até certo ponto, diferente das adotadas no período entre 2011 e 2016, dada a urgência por uma resolução de questões relacionadas às contas públicas, trazendo as reformas da Previdência, Propostas de Emendas Constitucionais (PECs), entre outras ações, as quais buscavam significativa mudança de relacionamento e expectativas frente ao setor privado/empresários. Em suma, durante o governo Temer, o direcionamento, tanto da política monetária quanto da fiscal, teve forte alteração, com controle dos gastos públicos, por meio das reformas como a PEC do Teto do gasto e Previdência, os quais sistematicamente abriram cada vez mais espaço para uma queda da taxa de juros (BAHIA, 2018).

No início do ano de 2018, os juros se encontravam próximos das mínimas históricas da época, com o Banco Central sinalizando um fim ao ciclo de queda de juros. Para corroborar com esse quadro de incerteza, o período eleitoral também era

uma preocupação aos agentes econômicos, aliada a outras crises, tais como a greve dos caminhoneiros, a crise na Turquia e na Argentina (BAHIA, 2018). A conjuntura até final de 2018 foi de baixo crescimento onde, na necessidade de impulsionar a economia, a qual contava com inflação controlada, corroborou para uma baixa na taxa Selic.

3.2 Análise da Política Monetária no Governo Bolsonaro

Desde o início do Governo Bolsonaro, foi observada uma tendência na busca de políticas monetárias não convencionais. As ações realizadas pelo COPOM, através de pequenas intervenções, buscavam reduzir as disfunções instauradas no mercado de títulos, assim como no mercado de câmbio (MARTINS, 2020).

Atrelado a esse condicionamento, buscou-se a proposição legislativa de uma emenda que pudesse fornecer ao Bacen a capacidade, através de poderes emergenciais, de reduzir as taxas como forma de combater a crise, ou auxiliar na compra de ativos tanto públicos quanto privados (Agência Senado, 2020), podendo se basear em questões relativas à crise como justificativa de emergência nacional. Embora não houve êxito nas primeiras tentativas, a discussão foi retomada dada a pandemia da Covid-19. Concomitantemente, houve redução abrupta das receitas tributárias entre os anos de 2019 e 2020 (PORTAL DA TRANSPARÊNCIA, Online) e, por conta da pandemia, adicionaram-se custos relativos à mitigação da crise, promovendo aumento do déficit. O Bacen adotou a busca pela flexibilização quantitativa, assemelhando-se a intervenção cambial e preparando-se para possíveis desconfianças e quedas repentinas nos mercados de títulos (BRESSER-PEREIRA, 2020).

Voltando à política monetária, já no início de 2019 a Selic não parava de cair, sendo momentos onde o mercado não tinha expectativas de haverem grandes riscos de um aumento consistente e próximo da taxa básica de juros. Esse sentimento trazia um alívio adicional dado que, historicamente, sempre quando havia expectativas de alta na Selic, essa alta viria consideravelmente acima do esperado, dado que a inflação também continuamente surpreende acima das previsões (VINCI, 2019).

Para pautar uma primeira análise do período pré-pandêmico e compreender melhor o racional das expectativas frente ao início do governo Bolsonaro, utilizaremos os componentes do PIB, sem trazer muita relevância para o cenário externo, muito devido a guerra comercial da época. A potencial alta do PIB podia ser verificada através de projeções do consumo das famílias (C), investimentos (I), gastos do governo (G) e setor externo, exportação (X) menos importação (M).

$$\text{PIB} = C + I + G + (X - M)$$

Não se projetava o PIB crescendo tão forte no curto prazo, mesmo que houvesse excelentes reformas em curso, como da previdência, do trabalho, eficiência das empresas, entre outros. Com essa falta de crescimento exacerbado do produto aliado a um PIB fraco, projetava-se na inflação apresentar dados continuamente abaixo das expectativas, não criando uma necessidade de alta da Selic (f).

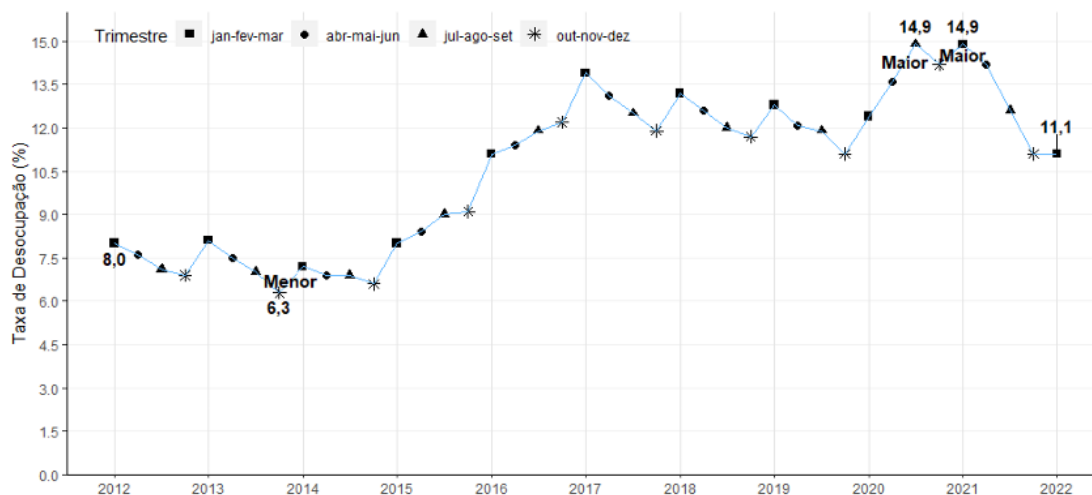
Sobre o consumo, não houve um crescimento, tanto por falta de aumento da renda, quanto por não haver mais exacerbada tomada de empréstimos. Nos governos do PT, o mecanismo intensamente utilizado na estimulação da economia foi através do crédito. No Governo Dilma, seguindo os passos de seus antecessor, colocou-se bancos públicos como grandes promotores do crescimento do crédito, aumentando empréstimos, desencadeando em bancos realizando empréstimos a pessoas que não tinham capacidade de honrar com suas dívidas, e essa desenfreada alavancagem financeira acabou em prejuízos para essas instituições financeiras (BOLLE, 2016).

No cenário de 2019, a perspectiva de expansão de crédito por esses bancos, apesar do baixo nível de inadimplência, não tinha estímulos para se concretizar. Em meados de 2013, o anseio dessas mesmas instituições em galgar melhores resultados financeiros promoveu empréstimos vultuosos para grandes e médias empresas as quais, posteriormente, sofreram muito com questões envolvendo a Lava Jato. Essas instituições financeiras, as quais tinham aumentado muito sua carteira de crédito em empresas com classificações ruins de crédito, comprometeram sua capacidade disponibilizarem recursos, já que ainda estavam em ritmo de recuperação dessa tomada de decisão equivocada. Seguindo a mesma derrocada, os empréstimos a pessoas físicas não tiveram bons resultados já que, depois da

crise, houve aumento tanto do desemprego como, conseqüentemente, da inadimplência, com os bancos amargando altos prejuízos . Instituições financeiras de maior porte, mesmo não passando por essa turbulência (dada sua análise mais assídua de risco de crédito), e apesar de um otimismo generalizado de outros agentes econômicos frente a chegada do governo liberal, não estavam muito dispostos a proporcionarem mais crédito (CREDIT SUISSE, 2019).

O alto desemprego, o qual prejudicava a capacidade de honrar dívidas, consistia em um dos principais freios para essa expansão de carteira de crédito. As empresas, além de passarem por grandes quedas na demanda, acarretando demissões em massa, fizeram com que operassem com alta capacidade ociosa. O alto desemprego faz com que pessoas consumam menos, portanto, o fator consumo não foi um driver que impulsionasse o PIB, sendo um ponto a favor de uma taxa Selic controlada mais para baixo (CREDIT SUISSE, 2019).

Figura 5. Taxa de desocupação das pessoas de 14 anos ou mais de idade, na semana de referência, de todos os trimestres comparáveis - Brasil - 2021/2022 (em %)



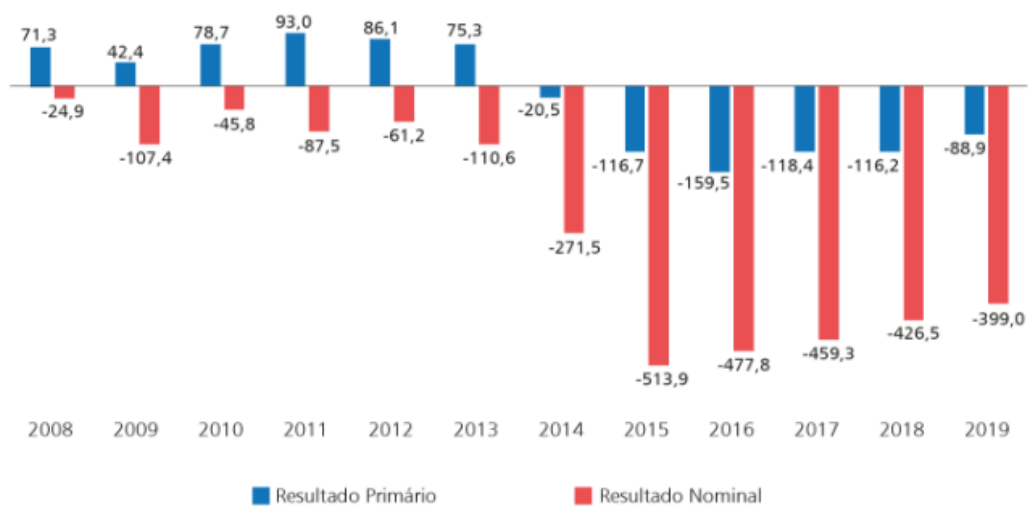
Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Trabalho e Rendimento. Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua. Elaboração: Goldman Sachs.

Sobre investimentos, as empresas investem quando trabalham no limite da sua capacidade, necessitando de injeção de capital para compra de maquinários, por exemplo, caso o cenário tenha tendência ao aumento de demanda que supra esse investimento. Não era o caso na época, já que havia grande capacidade ociosa nas companhias. Houve sim um certo estímulo pelas quedas das taxas de juros, os

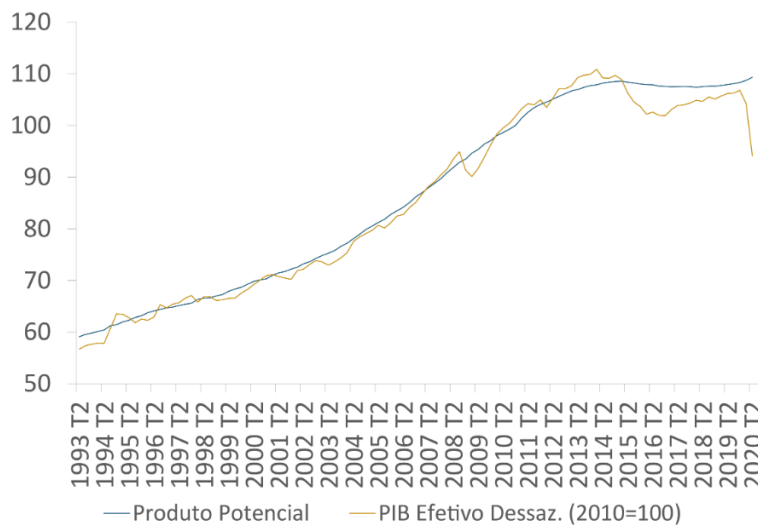
quais mais auxiliaram o setor privado na redução de despesas financeiras do que em investimentos propriamente ditos (CREDIT SUISSE, 2019). Além disso, investimentos em infraestrutura que, em tese, atuariam via concessões, privatizações, não ocorreu de forma intensa como que foi veiculado anteriormente por promessas eleitorais do governo e, de qualquer forma, demoram para se concretizar seus efeitos, com resultados mais visíveis a longo prazo (BRESSER-PEREIRA, 2020). Logo, esse fator não se converteu em um impulso determinante ao PIB na época.

Sobre os gastos do governo, fator que impacta muito na eficiência da política monetária, consiste numa política fiscal que não segue o mesmo direcionamento. O déficit fiscal, o qual vinha em um cenário de piora, degradingolando no período Dilma (BOLLE, 2016), piorou muito o resultado primário, demorando não só para se recuperar e chegar em um superávit, como também em demorar a estabilizar a relação dívida/PIB. Ansiava-se uma restrição fiscal, como atitude do novo governo, a fim de estabilizar a dívida soberana, para esta não entrar em uma trajetória explosiva (BRESSER-PEREIRA, 2020). Este era outro sinal contra um vasto crescimento do PIB, mas sabemos que esse controle fiscal, altamente necessário, não foi o que ocorreu por conta, também, do fator imprevisível o qual foi a pandemia. O governo, dado o histórico do mandato Lula e Dilma, foi o grande promotor de crescimento, só que houve um gasto exacerbado, criando a necessidade de um grande esforço fiscal para o governo que os sucediam (BOLLE, 2016).

Todos esses fatores já corroboravam para um fraco crescimento do PIB e, como complemento, visualizando o hiato do produto - produto efetivo versus o produto potencial - no período, o país performava com um PIB efetivo abaixo do potencial, acarretando em um hiato negativo (GIAMBIAGI, 2021), com tendência improvável de retorno a um nível positivo, expectativa a qual se concretizou num cenário ainda pior, por conta da pandemia. Toda essa conjuntura fez com que os dados de inflação viessem em 2019 mais baixos, ocasionando na projeção de um Banco Central que não precisasse aumentar os juros (OCCAM, 2020), mesmo antes dos primeiros sinais do coronavírus e da crise que estava por vir.

Figura 6. Resultados primário e nominal do governo central - 2009 a 2019 (\$ bilhões)

Fontes: STN e Banco Central do Brasil. Elaboração: Goldman Sachs.

Figura 7. PIB efetivo versus produto potencial (Índice do PIB efetivo de 2010 = 100)

Fonte: Dimac/Ipea. Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Juntamente, as reformas estruturais, muito em discussão na época, mesmo com a entrada do governo com discurso pró-reforma e liberal, passaram por dificuldade de alinhamento entre o desejo do poder executivo e judiciário, falta de coesão entre o presidente com seu próprio partido, além de outros fatores os quais quase prejudicaram o ambiente reformista que, por fim, teve um êxito graças a articulações lideradas pelo então Presidente da Câmara, Rodrigo Maia (FARIA, 2022). As expectativas frente aos juros estavam praticamente estáveis, mesmo com

a disputa política, calmaria que pouco durou quando dados de atividades nacionais surpreenderam negativamente, tais como venda no varejo, produção industrial e IBC-br - indicador que busca mapear a evolução da atividade econômica, a fim de nortear a estratégia de política monetária (OCCAM, 2019). Todos esses fatores domésticos, aliado à guerra comercial entre China e Estados Unidos, trouxeram crescimento discreto, com um fechamento de hiato e queda de desemprego mais lentos, e uma Selic baixa por mais tempo, fatores catalisados pela pandemia.

Por fim, o setor externo (exportação menos importação), dado a moderação do crescimento global de 2019, muito por conta da guerra comercial entre China e Estados Unidos, não se revelou em nenhum motor ao crescimento brasileiro, mas sim mais em um fator de risco, já que o cenário externo mostrava-se cada vez mais estressado, também devido ao receio dos estímulos recentes providos pelas economias mundiais não serem o suficiente (FARIA, 2022). Interessante salientar acerca desse cenário internacional desafiador para as outras economias do mundo, alinhadas com a trajetória brasileira fraca do PIB em 2019.

O mundo como um todo, antes alinhado numa estratégia de alta de juros e redução de estímulos, observou, em meados de 2019, dados industriais ruins. O PMI Global teve considerável queda onde não só países emergentes, tais como Chile, Rússia e China, vieram com uma postura de retorno a estímulos para suas economias, como também economias desenvolvidas, como Estados Unidos, os quais subiam sua taxa básica de juros, pararam com as altas e começaram a propagar potenciais quedas ainda em 2019 (FARIA, 2022).

Outro importante índice de atividade industrial americana, o ISM Manufacturing, veio abaixo do esperado, espalhando temor frente aos resultados da guerra comercial entre EUA e China (COX, 2019). Uma atividade americana mais fraca, agora alinhada com o resto do mundo, colaborou para seu Banco Central ter essa maior flexibilização da política monetária. A instabilidade no câmbio fez com que, em fortes desvalorizações do real na época, o Bacen anunciasse diversas intervenções na moeda, utilizando inclusive parte das reservas cambiais para dar liquidez ao mercado (NETO, 2016). Com um real desvalorizado, aliado a um repasse de preços internacionais mais altos, o plano de redução da Selic aparentou estar comprometido. Por outro lado, uma queda moderada na atividade americana, a qual

poderia estimular o *Federal Reserve* a ser mais flexível, poderia impulsionar positivamente os mercados (OCCAM, 2019). Entretanto, diferente do esperado, este cenário não seria a causa, mas sim a consequência futura de todo o cenário proveniente da pandemia.

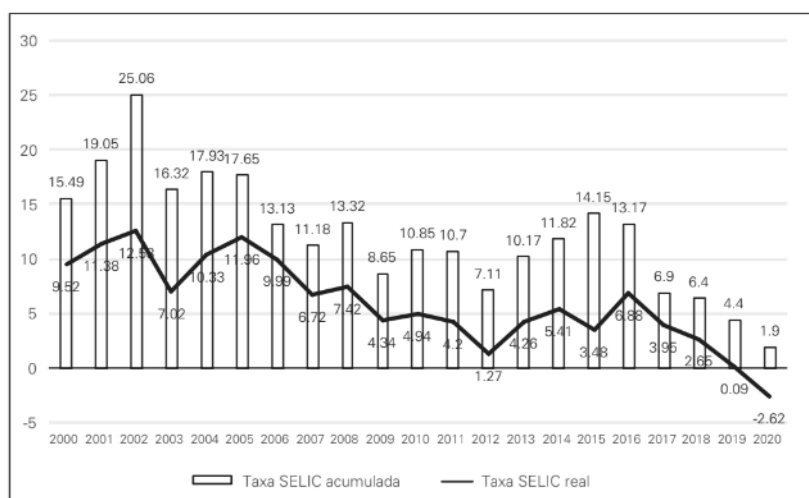
Essas preocupações com os indícios de fadiga da economia americana trouxeram consequências ao Brasil no curto prazo. Apesar de adicionar outra variável de instabilidade, é interessante ver como os movimentos da economia demonstram-se cíclicos. Aproximando ao final do ano de 2019, mesmo com uma desvalorização cambial levar o próprio Banco Central a adotar uma postura mais cautelosa em relação a novas quedas na taxa Selic, a atividade brasileira começou a ter sinais de recuperação, num ambiente de juros próximos das mínimas históricas até o momento. Dados de PIB, produção industrial e emprego, por exemplo, mostravam que a atividade estava mostrando sinais de aquecimento (AGENCIA IBGE, 2020). Projeções para o PIB de 2019 já estavam sendo revisadas para 1,2% por algumas casas, a qual acabou se concretizando. Já as de 2020 estavam também com um teor otimista, chegando a serem revisadas para 2,3% (OCCAM, 2019), o que infelizmente não acabou se concretizando dado ao tombo de -3,88%, fortemente impactado pela pandemia.

O país entrou na pandemia da Covid-19 em 2020 sem ter se recuperado da recessão de 2015-2016 (FEIJÓ, ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA, 2022). Apesar do PIB registrado em 2020 ter sido menor do que o previsto no início da pandemia (-4,1%) (OCCAM, 2021), a economia brasileira encontra-se estagnada desde o início da década de análise. Mesmo com a estagnação do PIB e o elevado desemprego, estes vêm sendo acompanhados, pela parte da política monetária, de quedas da Selic as quais não conseguem se sustentar, sendo fortemente interrompida em março de 2021, época em que o IPCA atingiu 6,10% em 12 meses, muito superior ao teto da meta (3,75% com limite de 5,25%) determinado para 2021 (FEIJÓ, ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA, 2022).

Mesmo com essa conjuntura negativa da época, válido ressaltar que a Selic, “em termos reais, se reduzira a 0,7% a.a. – um valor muito menor do que aquele ao qual está acostumado o mercado financeiro (média da taxa SELIC descontada a inflação foi de 3,7% a.a. no período 2011-2015 e 2,2% a.a. em 2016-2020)” (FEIJÓ,

ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA, 2022). O BC reduziu a Selic, chegando aos incríveis patamares históricos de 1,94 % a.a. em agosto de 2020 até fevereiro de 2021, não só devido a um acompanhamento das baixas de taxas de juros a nível mundial, mas principalmente por causa da economia apresentar-se praticamente estagnada. Tal redução, inclusive, fez com que a taxa de juros real passasse a ser negativa em 2020, “fato que contraria as expectativas (e desejos) do mercado financeiro” (FEIJÓ, ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA, 2022)

Figura 8. Taxa Selic nominal e real (%) - 2000-2020



Fonte: BCB e IBGE.

Encerrando o período de análise de dez anos, no final de 2021, o PIB do ano teve como resultado uma alta de 4,6%, muito proveniente de uma base comparativa anterior fraca, já que em 2020 a economia caiu -3,9%, dado os efeitos da pandemia (VERDE, 2022). Portanto, é uma variação a ser vista com ressalvas. O último trimestre, no geral, foi positivo, com destaque para a agropecuária (+5,8%) e serviços (+0,5%), enquanto a indústria recuou -1,2%, impactada pelo alto custo de energia e disrupção das cadeias produtivas, principalmente em relação ao fornecimento de insumos (BARROS, 2022). A produção industrial amargou forte queda de -2,4%, pior do que as expectativas (-1,9%) onde, no geral, vem apresentando dificuldade nos últimos 12 meses, retomando, por vezes em níveis abaixo antes da pandemia (AGÊNCIA IBGE, 2022). Com atividade ruim e abaixo do esperado, a projeção era de atividade cada vez mais fraca para 2022.

Aliado a isso, um cenário de inflação elevada ia fazendo com que o Bacen tivesse que subir a Selic em patamares acima dos planejados, dificultando ainda

mais o desempenho da atividade. Na última reunião do ano do COPOM, houve alta de 1,5% da Selic, chegando em 9,25% no final de 2021 (BCB, 2021), nada fora do consenso até aquele momento. A análise do Bacen era um reconhecimento do cenário externo mais “desafiador”, atrelada a chamar atenção a uma necessidade de cautela à frente por vários bancos centrais, em especial pelo Federal Reserve, dada a persistência da inflação. Por fim, o BC também ressaltou uma inflação elevada ao consumidor. Inclusive os itens associados aos núcleos da inflação - parte menos suscetível a choques e, conseqüentemente, mais sensível à política monetária - estavam também acima do esperado (BCB, 2021). Ou seja, a inflação seguia alta e disseminada.

O IPCA de 2021 fechou com alta de 10,06%, marcado por significativas altas nos bens industriais, serviços, núcleos e difusão (percentual de itens que estão subindo de preço) (Agencia IBGE, 2022). As pressões inflacionárias e expectativas de mercado ainda devem ser fatores os quais o Bacen deve ficar atento, a fim de cumprir com as metas dos próximos anos, já que a inflação não vem dando sinais claros de desaceleração.

Figura 9. Núcleos - Média Mensal (%)



Fonte: IBGE e Banco Central. Núcleos: EX0, EX3, MS, P55 e DP. Elaboração: Nord Research

Dentro do cenário de projeções do COPOM, até o final do respectivo ano, a inflação resultaria na casa dos 10,2% em 2021, 4,7% para 2022 e 3,2% em 2023 (BOLETIM FOCUS, Online). Já acima da meta de 3,5% para 2022, bem difícil e longe de ser cumprida até agora, o foco do Bacen, em tese, consiste em ancorar a

meta de inflação de 2023 (3,2%) e 2024 (de 3,00%). Nos comunicados do Copom, o Bacen busca dar uma postura de credibilidade com seu compromisso em cumprir as metas de inflação nos prazos mais longos (2023 e 2024) com sinalização, que permeia até o dias de hoje, de elevação da Selic até patamares necessários a fim de controle não só da inflação, como também das expectativas do mercado frente à mesma.

As alterações na taxa Selic andam vindo alinhadas com as expectativas do mercado, mas são os comunicados que acabam surpreendendo. Os discursos do Bacen, visualizados através das atas do COPOM, por hora se mostram muito preocupados, numa postura mais *hawkish*, já em outras passagens, se mostram mais *dovish*, enquanto os agentes econômicos como um todo já desistiram de contar com uma inflação próxima a meta, tanto de 2022 quanto em 2023. Valido ressaltar que a mudança na retórica é feita de maneira sutil e nas entrelinhas dos comunicados, onde não é vista uma mudança de postura drástica para uma alta ou baixa de juros, mas sim uma paulatina e contínua alteração da mesma, principalmente a partir de 2020, postura que corrobora com a a imagem de um Bacen ativo.

As projeções do Boletim Focus, já apontam para um IPCA de 7,15% em 2022, e de 5,33% para 2022 (Banco Central do Brasil, 2022). O Banco Central está perdendo a credibilidade na condução da inflação, já que foi um dos pioneiros, no mundo, em iniciar o ciclo de alta de juros, mas persiste com a dificuldade de controlar a inflação. Essa credibilidade é de suma importância para a condução da política monetária. Um BC crível tem a capacidade de, apenas com sua sinalização, já conduzir os agentes para redução de expectativas em relação à inflação futura. Não é o caso atual, onde o mesmo tem que pesar mais no aperto monetário, sendo mais intenso e mais duradouro, para haver real impacto não só nos dados, mas também nas expectativas, parte essencial da convergência dos dados às suas metas.

Com a persistente e preocupante inflação, o teto da Selic está cada vez mais sendo testado, onde as sucessivas altas não andam sendo suficientes para cumprir com as metas de inflação como o Banco Central estava almejando.

4. Debate em torno da política monetária no Brasil e a sua condução

Todo o cenário de pessimismo -relacionado ao aumento da taxa básica de juros do país e da recessão- acarreta em influências negativas significativas no PIB do país. Quando há queda do PIB por dois períodos trimestrais consecutivos, há o que se chama de recessão técnica, demandando novas estratégias para melhoria de seus resultados. No período em questão, foram observados cinco períodos trimestrais de queda geral. A Tabela 1 apresenta os números observados entre os anos de 2011 e 2016.

Além da redução relacionada ao crescimento do PIB nacional, houve também a queda de 4,8% em investimentos, o qual apresentou crescimento posterior de somente 2,3% ao ano. A economia passou a ter diminuição em investimentos e consumo após a eclosão do risco do país, mais visivelmente observados após o segundo bimestre de 2015. Além de elevação dos juros no país na época, aumentaram também as incertezas frente a recuperação econômica, com redução dos investimentos de 13,9% em 2015 e 10,6% em 2016 (IBGE, 2017).

Tabela 2. Taxas de crescimento do PIB e seus componentes.

Período	PIB	Consumo das Famílias	Consumo do Governo	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportação	Importação
2011	4,0	4,8	2,2	6,8	4,8	9,4
2012	1,9	3,5	2,3	0,8	0,3	0,7
2013	3,0	3,5	1,5	5,8	2,4	7,2
2014	0,5	2,3	0,8	-4,2	-1,1	-1,9
2015	-3,8	-3,9	-1,1	-13,9	6,3	-14,1
2016	-3,6	-4,5	-0,7	-10,6	2,9	-11,5

Fonte: IBGE (2017). Elaboração da própria autora

Desde o ano de 2011, uma série de mudanças foram observadas, tanto com relação ao aumento de investimentos em determinados setores quanto à variação dos preços. No período em questão, os indicadores não demonstraram condições promissoras, projetando um crescimento médio de 0,9% ao ano, sendo um dos menores índices há anos (PRACK, 2021).

Ao longo da década, o IPCA disse muito a respeito das mudanças econômicas ocorridas na década. Embora tenha tido grande variação, a inflação acumulada teve seu fechamento em 4,43% no ano de 2019, estando acima da meta central que era de pouco menos de 4% (PRACK, 2021). Embora não tenha sido o valor absoluto mais expressivo, o fechamento da inflação no fechamento da década fez com que a média fosse de quase 6%, tendo seu pico no ano de 2015, coincidindo com o período que precedia ao *impeachment* da então presidente Dilma Rousseff, onde foram observados uma inflação de 10,67%. Outro extremo foi o ano de 2017, onde foi observado um valor de 2,95%, ficando o IPCA mais longe das metas.

A inflação de 2015 foi a maior registrada desde o ano de 2002, com um forte aumento dos preços de energia e de combustíveis, fazendo com que o custo de vida encarecesse. O seu fechamento acima do teto da inflação, fixado em 6,5%, foi um dos agravantes para o desencadeamento da condição que o país ainda atravessa. Em tese, o crescimento econômico e a inflação trilham caminhos paralelos, sendo a inflação um indicador do aquecimento da economia vista por diversos ângulos. Entretanto, por outro lado, há quem afirme que a década entre 2010 e 2019 foi uma das piores décadas para a economia brasileira, com uma grande oscilação na taxa de inflação, aumento dos juros e dificuldades numa série de variáveis (PRACK, 2021). Esse cenário de sucessivas altas de inflação com pífio crescimento do PIB só demonstram que uma simples elevação da Selic não promove um controle tão assertivo do IPCA.

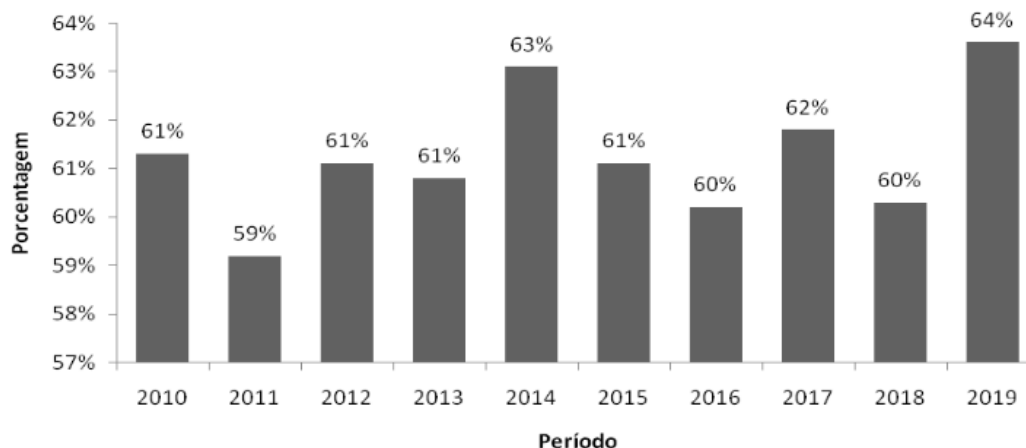
Dentre os efeitos desse cenário, a empregabilidade foi uma das mais atingidas, tendo em vista que o país entrou na década com um percentual de cerca de 6% em 2011 para 13,5% em 2019 (BELLUZZO; ALMEIDA, 2021). Ao longo do período, o país sofreu a maior recessão de sua história, tendo quedas bruscas do PIB e do próprio crescimento. Aliado a isso, pode-se observar o aumento do desemprego, gerando o aumento do endividamento familiar, além da queda nos investimentos na economia (PRACK, 2021).

Figura 10. Evolução da taxa de desemprego na década de 2010.

Fonte: IBGE (2020).

Foi possível observar queda na taxa básica de juros ao longo do período entre 2010 e 2019. Conforme Belluzzo e Almeida (2021) elucidam, o Bacen tem uma taxa real de equilíbrio cotada em cerca de 3% e, considerando as metas de índices de inflação para período até 2024, a taxa básica considerada seria de 6,5% ao ano. No período de 2001 a 2010 a taxa média foi de mais de 15% ao ano, recuando para 9% na década subsequente, elevando os padrões mesmo com uma redução considerável, já que durante o período de 2011 a 2016 teve média de 10%. Com relação a juros bancários, a média foi aumentada de 42% no fim dos anos 2000 para quase 35% em 2010, recuando em 2019 para 27%, mas ainda num patamar elevado, já que não foi fenômeno única e exclusivamente brasileiro, mas sim uma ocorrência a nível mundial (PRACK, 2021).

Essa condição refletiu diretamente na questão de endividamento, na busca pelas estratégias de inserção de investimentos, como do endividamento familiar, já que o poder de compra foi ceifado e o endividamento, ainda que com contas básicas, foi elevado. Com relação ao endividamento familiar, a pior ocorrência no período foi no ano de 2019, conforme a Figura 11 mostra, onde mais de 64% das famílias possuíam algum tipo de dívida.

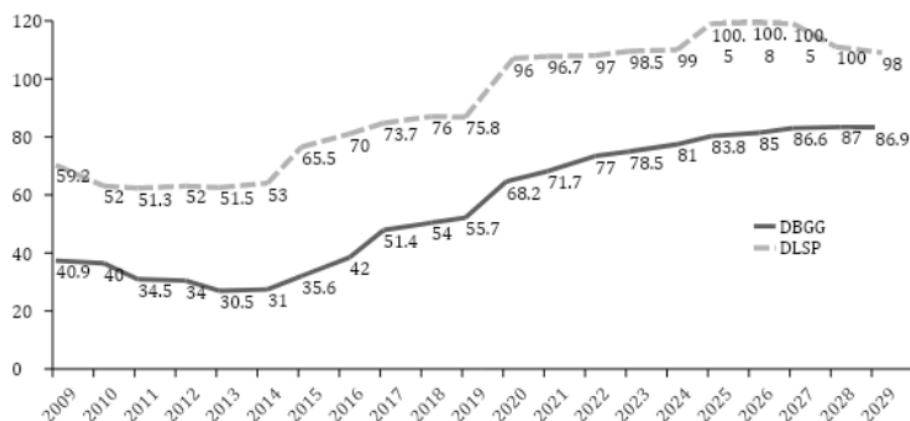
Figura 11. Evolução de endividamento familiar.

Fonte: Peic/CNC (2020).

O elevado índice de endividamento familiar, no período de 2014, pode ser explicado pelo ciclo de desaceleração da economia, consequência da queda na taxa de investimento. Portanto, em 2015, o Governo opta por realizar um choque recessivo de oferta e demanda no país a fim de cessar a desaceleração dos períodos de 2013 e 2014. No entanto, esses choques geraram uma redução no crescimento da economia e ocasionam custos fiscais elevados, além de diminuição na taxa de produção das empresas (BOLLE, 2016).

Com relação ao endividamento público, as projeções, desde o final do ano de 2019, com base na figura 12, apontam manutenção de uma alta dívida tanto bruta quanto líquida (DBGG e DLSP). O aumento desses índices, a partir de 2020, quando comparado aos períodos anteriores a 2019, atribui-se às consequências agravadas pela pandemia do Coronavírus, embora a economia já viesse numa leva de enfraquecimento e dificuldade de crescimento (FEIJÓ, ARAÚJO, BRESSER-PEREIRA, 2022). Assim, o caminho apontado seria realizar um aumento do esforço fiscal para compensação, sendo esse esforço ainda maior do que aquele que era vislumbrado antes da pandemia.

Figura 12. Projeção do endividamento público nacional entre 2009 e 2029.



Fonte: Adaptado da Secretaria do Tesouro Nacional (2021).

Para concluir, vale registrar a observação de Resende, em recente artigo (VALOR, 2021), que estimou sucessivas altas na taxa Selic, dado o impacto fiscal sobre a dívida pública brasileira, além da sinalização de que a taxa continuaria a subir ao longo de 2021, equivalendo a uma transferência de renda do Estado não só para o sistema financeiro, como também para os detentores de dívida pública. O país sofre brusco impacto fiscal, dado alta no custo da dívida devido ao aumento da Selic, comprometendo expectativas positivas para a economia do país.

5. Considerações finais

O presente trabalho buscou verificar a evolução da política monetária no Brasil entre os governos da Dilma Rousseff e Jair Bolsonaro, utilizando como base teórica abordagens clássicas e keynesianas. Foi explicitado o funcionamento da política monetária brasileira, as influências externas e delineadas as particularidades dessas políticas nos governos de Dilma Rousseff e Jair Bolsonaro.

Observou-se que houve um constante descontrole da inflação no Brasil, principalmente entre 2015-2016, durante a recessão, sendo que tal fato faz com que se questione a efetividade da manipulação das taxas de juros para controlar a alta de preços. Seguindo a abordagem keynesiana, as altas taxas de juros prejudicam, principalmente, investimentos e crescimento de uma economia -cenário o qual o Brasil vem sofrendo na última década, com contínuos PIBs baixos-, resultando não só em estagnação da produtividade, como também redução da matriz produtiva.

No período democrático do Brasil, percebe-se uma insistência em utilizar uma combinação de aceleração fiscal somada à política de freio monetário. Com o Estado crescendo suas despesas acima da inflação, só resta promover compensações a partir de altas taxas de juros. Esse desalinhamento entre as políticas não permite ao país ter uma condução econômica estratégica como um todo, prejudicando a evolução do crescimento industrial brasileiro.

Já no início do governo de Jair Bolsonaro, o primeiro cenário era de um início de mandato com excelentes expectativas, dado boas projeções de crescimento do PIB, inflação e taxa de juros controlada. Ao longo do caminho, vieram fortes ruídos políticos para desestabilizar a confiança dos agentes econômicos (o qual afeta fortemente as expectativas em torno da Selic) além de, basicamente, o país ter entrado na pandemia da Covid-19 sem ter se recuperado de maneira estrutural da recessão de 2015-2016. As sucessivas quedas da Selic em 2020, chegando nas suas mínimas históricas, corroboraram para a queda do PIB deste ano ter sido menor do que a prevista, mas não se pode deixar de negar que, mesmo com esse pior cenário possível em relação ao crescimento não ter sido concretizado, é tranquilamente plausível afirmar que o país se encontra estagnado frente ao seu PIB desde meados de 2010.

Por fim, se destaca que sucessivas alterações na Selic não só possuem defasagem de um efeito direto na inflação e na economia como um todo, como também não se revela, por si só, um canal eficiente de transmissão para o controle de preços no Brasil. Com isso, acaba-se por ter de “pesar a mão” na alta das taxas muitas vezes (o que infelizmente ocorre frequentemente), para compensar não só o efeito limitado da política monetária, como também o descarrilamento da política fiscal.

REFERÊNCIAS

AGENCIA DE NOTICIAS IBGE. Estatísticas Econômicas. 2020. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/27006-pib-cresce-1-1-em-2019-e-fecha-o-ano-em-r-7-3-trilhoes>.

Acesso em: 08 de maio de 2022.

AGENCIA SENADO. Senado aprova projeto da autonomia do Banco Central; texto vai à Câmara. 2020. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2020/11/03/senado-aprova-projeto-da-autonomia-do-banco-central-texto-vai-a-camara>. Acesso em 04 de Abril de 2022.

ANUATTI-NETO, F. Os efeitos econômicos da privatização sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas privatizadas. Revista Brasileira de Economia. São Paulo, 2016

ARAÚJO, R.L.P. Diferencial de salários público-privado: controlando para escolha setorial endógena. Dissertação (Mestrado) – Universidade de Brasília –Departamento de Economia (FACE), Brasília, 2011.

ARRUDA, D.R. Análise de risco e efeitos da incerteza na carteira de investimentos. 2005. 14 f. Monografia (Graduação) – Universidade Católica de Brasília, Brasília, 2005.

ÁVILA, F. C. Política monetária e metas para a inflação. Universidade de São Paulo. Piracicaba, 2007.

AZEVEDO, Paulo Furquim; SERIGATI, Felipe C. Preços administrados e discricionariedade do Executivo. Revista de Economia Política, vol. 35, nº 3 (140), pp. 510-530, julho-setembro/2015.

BAGUS, Philipp. Os erros de Keynes. 2013. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1617>

BAHIA ASSET MANAGEMENT. Documento eletrônico. Carta do Gestor. Disponível em: <https://www.bahiaasset.com.br/conhecimento/carta-do-gestor/>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Atas do Comitê de Política Monetária - Copom, 243ª Reunião - 7-8 dezembro, 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/08122021>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim Focus - Relatório de Mercado. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/cronologicos>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Medidas de Combate aos Efeitos da Covid-19. Tribunal de Contas da União. 17 de agosto de 2020.

BARBOSA, G. V. Metas de inflação: características e críticas teóricas. Universidade Federal Fluminense. Campo dos Goytacazes, 2017

BARROS, Alexandre. PIB cresce 4,6% em 2021 e supera perdas da pandemia. Agência de Notícias IBGE. 2022. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/33066-pib-cresce-4-6-em-2021-e-supera-perdas-da-pandemia>. Acesso em 05 de maio de 2022.

BELLUZZO L.G.; ALMEIDA, J. G. Depois da queda. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2021.

BLANCHARD, Olivier. Macroeconomia. 3. ed. Tradução de Mônica Rosemberg. São Paulo: Prentice Hall, 2004. 620p.

BOLLE, Monica Baumgarten de. Como matar a borboleta-azul - uma crônica da era Dilma. Editora Intrínseca. Rio de Janeiro – RJ. 2016

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Financiamento da Covid-19, inflação e restrição fiscal. Revista de Economia Política, vol. 40, no 4, pp. 604-621, outubro-dezembro/2020

BUSATO, M; MOREIRA, R; CAVALCANTI, A. A dinâmica inflacionária no new consensus: uma análise crítica. Análise Econômica (UFRGS), v. 27, 2009.

CINTRA, M; ACIOLY, L. O financiamento das contas externas brasileiras: 2003-2010. In: MONTEIRO, A. et al. Brasil em desenvolvimento 2011. Brasília: Ipea, 2012.

CENTRO, Studi Cesare Pavese. Documento eletrônico. Disponível em: <http://www.centrostudipavese.it>. Acesso em 21 out. 2009

COX, Jeff. A key manufacturing index shows the US remains in contraction territory. 2019. CNBC. Disponível em <https://www.cnbc.com/2019/12/02/ism-manufacturing-november-2019.html>. Acesso em 04 de abril de 2022.

CREDIT SUISSE. Global wealth report 2019. Research Institute. 2019.

DILLARD, D. A teoria econômica de John Maynard Keynes. 1996

NETO, Pedro Sabino de Farias. Mercado Financeiro. Curitiba: Juruá Editora, 2016.

FARIA, Luiz Augusto E. A bússola e o pêndulo: desenvolvimento e inserção internacional do Brasil. Revista de Economia Política, vol. 42, no 2, pp. 283-303, abril-junho/2022.

FEIJÓ, Carmen. ARAÚJO, Eliane. BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. Revista de economia política 42, 2022. pp. 150-171, 2022.

FEMENICK, Tomislav R. Economia Avançada. Curitiba: Juruá Editora, 2021.

FONTANA, F. C. Política monetária e metas para a inflação. Universidade de São Paulo. Piracicaba, 2019.

FORTUNA, E. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FROYEN, R. T. Macroeconomia. São Paulo: Editora Saraiva, 1999

GALINDO, B. Impeachment: à luz do constitucionalismo contemporâneo incluindo análise dos casos Collor e Dilma. Curitiba: Juruá, 2016.

GLOBO ECONOMIA. Com forte queda, Bovespa fecha 2014 no vermelho. 2014. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2014/12/com-forte-queda-bovespa-fecha-2014-no-vermelho.html>. Acesso em: 21 mar. 2022.

GLOBO ECONOMIA. Bovespa fecha no vermelho e termina 2015 com queda anual de 13%. 2015. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2015/12/bovespa-fecha-no-vermelho-e-termina-2015-com-queda-anual.html>. Acesso em: 21 mar. 2022.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e estatística. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/>

IORIO, Ubiratan Jorge. Falácias keynesianas - parte I. 2013. Disponível em: <https://www.mises.org.br/ArticlePrint.aspx?id=1612>

ITAÚ ASSET MANAGEMENT. Carta do Gestor. Janeiro de 2022.

KEYNES, John Maynard. Teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Atlas, 1982.

KEYNES, J. M. Teoria geral do emprego, do juro e da moeda (General theory of employment, interest and money). Tradução de Mário Ribeiro da Cruz. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

KÜMPEL, Siegfried. Direito do Mercado de Capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

MANKIW, N. Gregory. Macroeconomia; tradução Ana Beatriz Rodrigues. – Edição 8 – Rio de Janeiro, LTC, 2015.

MARTINS, J.P.C.B. As interações entre a Política Monetária e o Mercado de Capitais. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2020.

MIRANDA, R.A. Guerra Comercial Estados Unidos x China e o impacto na soja e milho brasileiro. Boletim Informativo de Inteligência do Milho – Ano 10 – Edição 95 - 2018

NASCIMENTO, J.P.B. Direito societário avançado. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2012.

NUNES, M. D. A potência da política monetária sob expansão do crédito público. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2018.

OCCAM BRASIL. Cartas Mensais. Disponível em: <https://occambrasil.com.br/cartas-mensais/>, occambrasil.com.br/cartas-mensais. Acesso em 20 de jun. de 2022.

PALLEY, T. I. Post Keynesian Economics: Debt, Distribution and the Macro Economy. 1996

PIGNATA, F.A; CARVALHO, D.O. Efeitos da crise econômica no Brasil em 2015. São Paulo: Faculdade de Filosofia Ciências e Letras Nossa Senhora Aparecida, 2015.

PODCAMENI, M. G. Processo de privatização: análise e influência americana na experiência brasileira. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia. Rio de Janeiro, 2018.

PORTAL DA TRANSPARÊNCIA. Disponível em: <https://www.portaldatransparencia.gov.br/receitas?ano=2021>

PRACK, R. M. S. Atual crise financeira internacional: o Brasil e as políticas adotadas. Universidade Federal Da Bahia. Salvador, 2021.

ROCHA, P. G. Privatizações brasileiras: análise do processo ao longo da história. Escola de Magistratura do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2020

ROCKWELL, Lew; PAUL, Ron. "Criar empregos" não é o objetivo de uma economia sólida. Instituto Ludwig von Mises. 2015. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1900>

SANT'ANA, P.R.N. Os impactos da crise financeira e econômica mundial no orçamento público federal brasileiro. Brasília: Universidade de Brasília - Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação (FACE), 2009.

SCHIO, Thyago Américo; SATOA, Vinicius Hiroshi; HASEGAWAA, Marcos Minoru. A Gestão da Política Monetária no Regime de Metas de Inflação e na Nova Matriz Econômica. UFPR, PPGDE, Departamento de Economia, Curitiba, Paraná, Brasil. *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 38, n. 77, p. 171-200, set. 2020.

SERRANO, F. Política macroeconômica e estratégia de desenvolvimento: uma visão crítica. In: SICSÚ, J; CASTELAR, A. (Org.) *Sociedade e Economia: estratégias de crescimento e desenvolvimento*. Brasília: Ipea, pp. 121-129, 2009.

SIPROCF – MG – PIB brasileiro tem queda de 0,3% no primeiro trimestre de 2016. 2016. Disponível em: <http://www.siprocfmg.org.br/ver-noticia/pib-brasileiro-tem-queda-de-03-no-primeiro-trimestre-de-2016/2494>. Acesso em: 22 abr. 2022.

SIPROCF. Pib Brasileiro tem queda de 3% no primeiro trimestre de 2016. 2016. Disponível em: <https://www.siprocfmg.org.br/ver-noticia/pib-brasileiro-tem-queda-de-03-no-primeiro-trimestre-de-2016/2494>

SMITH, Adam. *A riqueza das nações*. São Paulo: Nova Cultural, 1996. v.1-2.

TURATTI, D. E. Taxa de câmbio e a fixação da política monetária no Brasil pós metas de inflação. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2020

UOL ECONOMIA. Cotações Históricas. 2016. Disponível em: <http://cotacoes.economia.uol.com.br/bolsas/cotacoes-historicas.html?indice=.BVSP>. Acesso em: 21 março 2022.

VERDE ASSET. Relatório de Gestão. Documento eletrônico. Disponível em: <https://www.verdeasset.com.br>

VINCI PARTNERS. Documento eletrônico. Carta do Gestor. Disponível em: <https://www.vincipartners.com/noticias/Index/3>