



**UNIVERSIDADE DO ESTADO DO RIO GRANDE DO NORTE – UERN**  
**CAMPUS AVANÇADO DE PAU DOS FERROS – CAPF**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA – DEC**

**LUANDA CARVALHO FONTES CARDOSO**

**A EVOLUÇÃO DA TAXA DE JUROS NO BRASIL E A DÍVIDA PÚBLICA  
FEDERAL, NO PERÍODO DE 2002 ATÉ 2016**

**PAU DOS FERROS – RN**

**2024**

LUANDA CARVALHO FONTES CARDOSO

**A EVOLUÇÃO DA TAXA DE JUROS NO BRASIL E A DÍVIDA PÚBLICA  
FEDERAL, NO PERÍODO DE 2002 ATÉ 2016**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas do *Campus* Avançado de Pau dos Ferros (CAPF) da Universidade do Estado do Rio Grande do Norte (UERN), como requisito para obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. *Dr.* José Elesbão de Almeida.

PAU DOS FERROS – RN

2024

**Catálogo da Publicação na Fonte.**  
**Universidade do Estado do Rio Grande do Norte.**

C268e    CARDOSO, Luanda Carvalho Fontes.  
A evolução da taxa de juros no Brasil e a dívida pública federal,  
no período de 2002 até 2016. / Luanda Carvalho Fonte Carvalho.  
– Pau dos Ferros, 2024.  
60p.

Orientador: Prof. Dr. José Elesbão de Almeida.  
Monografia (Graduação Ciências Econômicas). Universidade do  
Estado do Rio Grande do Norte.

1 política monetária, juros, PIB, crescimento econômico. I.  
Almeida, José elesbão. II. Universidade do Estado do Rio Grande  
do Norte. III. Título

**LUANDA CARVALHO FONTES CARDOSO**

**A EVOLUÇÃO DA TAXA DE JUROS NO BRASIL E A DÍVIDA PÚBLICA  
FEDERAL, NO PERÍODO DE 2002 ATÉ 2016**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas do *Campus* Avançado de Pau dos Ferros (CAPF) da Universidade do Estado do Rio Grande do Norte (UERN), como requisito para obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

APROVADO EM: 04 / 03 / 2024.

**Banca examinadora**

Documento assinado digitalmente  
 **JOSE ELESBAO DE ALMEIDA**  
Data: 09/04/2024 16:36:38-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. *Dr.* José Elesbão de Almeida  
(Orientador)

Documento assinado digitalmente  
 **DAIANE KELLY DE QUEIROZ**  
Data: 10/04/2024 09:09:45-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. *Ma.* Daiana Kelly de Queiroz  
(Membro da banca)

Documento assinado digitalmente  
 **RENATA JANE GOMES SARMENTO**  
Data: 09/04/2024 16:47:59-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. *Ma.* Renata Jane Gomes Sarmento  
(Membro da banca)

PAU DOS FERROS – RN

2024

## **DEDICATÓRIA**

*Aos meus pais.*

## AGRADECIMENTOS

A Deus, pela minha vida, e por me proporcionar perseverança e, me ajudar a ultrapassar todos os obstáculos encontrados ao longo do curso.

Aos meus pais, por todo apoio, conselhos e incentivos para concluir mais uma etapa da minha vida.

Ao meu orientador, Prof. Dr. José Elesbão, que abraçou a proposta do trabalho e, apesar de todas as dificuldades, se mostrou receptivo e disposto a ajudar e discutir as ideias apresentadas.

Ao meu namorado, Ayákonis, por estar ao meu lado em todos os momentos.

Aos meus professores, por todo o aprendizado no decorrer do curso e que sempre transmitiram seu saber com muito profissionalismo.

Também agradeço a todos os meus colegas de curso, pela oportunidade do convívio e pela cooperação mútua durante estes anos. Em especial Camila Oliveira, Cristiane Oliveira e Mayara Silva, que fizeram essa jornada ser mais leve com o companheirismo, amizade e troca de saberes.

Muito obrigada!

## RESUMO

O objetivo deste estudo é examinar a implementação da política monetária no Brasil, destacando os principais obstáculos enfrentados pelo Banco Central que resultam na prática de taxas de juros persistentemente elevadas, bem como em inflação moderada, crescimento econômico e nível de emprego baixos. Para alcançar esse propósito, a análise da política monetária é realizada em uma perspectiva histórica e comparativa, abrangendo o período de 2002 a 2016. O trabalho fundamenta-se na apresentação de diversas teorias e evidências empíricas que buscam explicar a trajetória da política monetária no referido período. Estas interpretações são categorizadas em quatro seções, sendo elas: Introdução, considerações históricas sobre a taxa de juros no Brasil, uma análise sobre a dívida pública e as instituições financeiras, também reunindo uma análise sobre os principais componentes que explicam o desempenho das operações compromissadas e um estudo sobre a política econômica, com enfoque nos governos de Lula e Dilma Rousseff. Quanto à metodologia, a abordagem é descritiva, com procedimentos baseados em pesquisa bibliográfica e documental, utilizando artigos científicos, livros e dados do Bacen, IBGE e IPEADATA, como fontes primárias. Conclui-se que as elevadas taxas de juros no Brasil nos governos Lula e Dilma, não podem ser atribuídas a um único fator isoladamente, mas a uma combinação de diversos elementos.

**Palavras-chave:** Juros. Política monetária. Crescimento econômico. PIB. Instituições.

## **ABSTRACT**

The aim of this study is to examine the implementation of monetary policy in Brazil, highlighting the main obstacles faced by the Central Bank which result in the practice of persistently high interest rates, as well as moderate inflation, low economic growth and employment levels. To achieve this, monetary policy is analyzed from a historical and comparative perspective, covering the period from 2002 to 2016. The work is based on the presentation of various theories and empirical evidence that seek to explain the trajectory of monetary policy in this period. These interpretations are categorized into four sections: Introduction, historical considerations on interest rates in Brazil, an analysis of public debt and financial institutions, also bringing together an analysis of the main components that explain the performance of repo operations and a study of economic policy, focusing on the Lula and Dilma Rousseff governments. As for the methodology, the approach is descriptive, with procedures based on bibliographical and documentary research, using scientific articles, books and data from Bacen, IBGE and IPEADATA as primary sources. The conclusion is that the high interest rates in Brazil under the Lula and Dilma governments cannot be attributed to a single factor in isolation, but to a combination of several elements.

**Keywords:** Fees. Monetary policy. Economic growth. PIB. Economic growth. Institutions

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Dívida Líquida do Governo Geral/PIB (2000 – 2022).....	24
<b>Gráfico 2</b> – Renda, poupança e investimento: taxa de investimento FBCF/PIB (%).....	32
<b>Gráfico 3</b> – Evolução da taxa básica de juros no Brasil (2002 – 2016).....	33
<b>Gráfico 4</b> – Evolução resultado primário do setor público (2002 – 2016).....	35

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> – Fatores resolutivos das operações compromissadas ano a ano .....	30
<b>Tabela 2</b> – Histórico de metas de inflação no Brasil (2002 – 2014) .....	37

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIACOES

<b>ACM</b>	Acumulado da Contribuio
<b>BACEM</b>	Banco Central do Brasil
<b>BCB</b>	Banco Central do Brasil
<b>CAPF</b>	<i>Campus</i> Avançado de Pau dos Ferros
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>CNN</b>	Cable News Network
<b>COPOM</b>	Comitê de Política Monetária
<b>DEC</b>	Departamento de Economia
<b>DLSP</b>	Dívida Líquida do Setor Público
<b>ENAP</b>	Escola Nacional de Administrao
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FGV</b>	Fundao Getúlio Vargas
<b>FHC</b>	Fernando Henrique Cardoso
<b>FMI</b>	Fundo Monetário Internacional
<b>GGBC</b>	Governo Geral do Brasil
<b>IBGE</b>	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<b>IGP-DI</b>	ndice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
<b>IGP-M</b>	ndice Geral de Preços – Mercado
<b>IOF</b>	Imposto sobre Operaoes Financeiras
<b>IPCA</b>	ndice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>IPEA</b>	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
<b>LFT</b>	Letra Financeira do Tesouro
<b>MLP</b>	Modelo de Desenvolvimento Orientado pelo Mercado
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PT</b>	Partido dos Trabalhadores
<b>RMI</b>	Renda Mensal Inicial
<b>UERN</b>	Universidade do Estado do Rio Grande do Norte
<b>URV</b>	Unidade Real de Valor
<b>USP</b>	Universidade de São Paulo

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>1.2 Objetivos.....</b>	<b>13</b>
1.2.1 Objetivo geral. ....	13
1.2.2 Objetivos específicos .....	13
<b>1.3 Metodologia.....</b>	<b>13</b>
<b>2 TAXA DE JUROS NO BRASIL: UM PANORAMA HISTÓRICO.....</b>	<b>15</b>
2.1 Política monetária e taxa de juros .....	17
<b>3 A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E O COMPORTAMENTO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS.....</b>	<b>24</b>
3.1 Teoria acumulativa de Wicksell entre as taxas de juros e a influência nas instituições.....	27
3.2 O mecanismo das operações compromissadas e o setor bancário financeiro.....	29
<b>4 A EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO PERÍODO DE 2002 A 2016, COM ENFOQUE NOS GOVERNOS DE LULA E DE DILMA ROUSSEFF.....</b>	<b>34</b>
4.1 O regime de metas de inflação (RMI) .....	37
4.2 A política econômica no governo Lula (2002 – 2010) .....	41
4.3 Governo Dilma (2011 – 2016) .....	46
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>51</b>
<b>6 REFERENCIAS. ....</b>	<b>52</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O Brasil, apesar dos avanços em matéria de política macroeconômica nos últimos 30 anos, ainda tem uma das taxas de juros reais mais altas do mundo, segundo o IPEA (2009). Por outro lado, ainda sofre com a contrariedade de conseguir garantir uma política econômica condizente, a fim de promover um crescimento com estabilidade e equilíbrio fiscal.

Quando as metas de inflação e a taxa de câmbio flutuante foram introduzidas em 1999, a taxa de inflação observada no período anterior, havia caído. Com o sistema de metas, o Brasil inaugurou uma nova era de gestão da política econômica. Isso será norteador pelo objetivo linha-dura de manter a inflação dentro da meta estabelecida pelas autoridades monetárias. Com isso, o comportamento da economia passou a ser regido pela política monetária e sua principal ferramenta de controle dos estoques e fluxos que financiam a economia, isto é, a taxa básica de juros. Essa política passou a ser usada pelo Banco Central como um sinal da intenção das autoridades de aumentar ou diminuir a demanda agregada e, assim, manter a inflação sob controle. (Giambiagi, 2016, p. 167)

Os efeitos causados pelo Plano Real, a partir de meados dos anos 1990, alterou as bases econômicas do Brasil, cujas consequências ainda são percebidas atualmente, sobre os determinantes das políticas monetária e fiscal. Desde o primeiro passo de estabilização, com a criação do câmbio fixo e a fundação da URV, até o avanço para o sistema de metas de inflação e câmbio flutuante, além da manutenção do rigor fiscal das metas e do superávit primário, transitando pelo rigor fiscal das metas para um superávit primário, que colaborou para que o país evoluísse dentro de um ambiente de estabilidade. Após a adoção do sistema de metas, a estabilização parecia estar mais consolidada, já que a economia estava mais organizada e o crescimento respondeu positivamente, sem gerar uma inflação e descontrole. (Filgueiras, 2012, p. 86)

Nesse contexto, seria de se esperar também que um dos indicadores considerados importantes na economia, por refletir o custo do dinheiro, a taxa de juros, também fosse se ajustar ao novo momento da economia. As expectativas de taxas de juros reais no Brasil (tomando por base os dados coletados pelo Banco Central), se mantem em patamares elevados, variando entre 5% a 7%, em termos reais. Enquanto isso, a taxa de juros reais de países desenvolvidos variou de 0 a -2%, ao ano, ao longo dos últimos anos.

A importância do Estado como agente econômico vem tomando forma na crescente participação dos gastos públicos em relação ao PIB nos últimos séculos. Entre os países

desenvolvidos, esta relação passou de uma média internacional de 11% ao fim do século XIX, para 46% em 1996 (Tanzi, 1998).

Contudo, nota-se que os anos seguintes, as autoridades monetárias passaram por grandes dificuldades para manter a taxa de juros em um nível economicamente baixo, ou seja, não foi possível reduzir a taxa de juros real para um patamar razoável para as economias emergentes, carentes de créditos, sem causar inflação e instabilidade cambial, conforme explica Santana (2023).

Em geral, direta ou indiretamente, as políticas econômicas relacionadas às taxas de juros e à dívida pública têm impactos sociais significativos. A dívida pública é um dos principais instrumentos de política econômica, adotada nos anos recentes, por alguns governos. Conforme assinala o estudo de Dieese (2006) quando usada adequadamente pode alavancar o crescimento, financiar os gastos e investimentos do governo. Entretanto, ao sair do controle, tende a ser um impasse para o crescimento, por conta da necessidade de produzir grande superávit primário, compreendendo a capacidade de investimento do governo.

Em situação de crise econômica, a política monetária, pode pressionar o nível de preços, elevar a taxa de desemprego e afetar o desempenho do PIB. Com elevação dos gastos com pagamento de juros e amortizações, reduz-se a capacidade de investimentos do governo. Assim, ao elevar a taxa de juros para controlar a inflação, o resultado por ter um efeito inverso.

Nesse contexto, o intuito deste trabalho é discutir a dinâmica do comportamento da taxa de juros no Brasil, durante os governos Lula e Dilma, entre 2003 e 2016, e os efeitos da política monetária sobre o endividamento público interno. Para isso, recorreremos a uma revisão de literatura baseadas nas diferentes teorias e evidências empíricas. O trabalho está organizado em três capítulos, além desta introdução e das considerações finais.

No capítulo inicial, uma análise histórica do problema foi conduzida, contextualizando a taxa de juros, a inflação e outros indicadores em um contexto histórico. A intenção é demonstrar que há, de fato, um desafio em harmonizar taxas moderadas de juros e inflação simultaneamente. Este dilema é identificado como uma questão estrutural específica do Brasil, sem equivalência em outras economias de desenvolvimento semelhante.

No segundo capítulo, reúne uma análise da dívida pública juntamente com a função que as instituições financeiras desempenham para problemática apresentada. Trazendo também uma observação nas operações compromissadas que são realizadas pelo banco central, tendo em vista a influência que as operações assumiram enquanto componente da dívida pública.

O terceiro capítulo terá como objetivo expor economia brasileira no período de 2002 a 2016, trazendo a análise de três mandatos, sendo dois mandatos do governo Lula e um mandato do governo Dilma. Apresentando os instrumentos de política que foram adotados nesse período e quais os seus efeitos sobre o desempenho da economia nacional.

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Estudar as consequências das altas taxas de juros e a operacionalização da administração da dívida pública federal no Brasil, no período de 1995 a 2016, na perspectiva de verificar como a elevação de juros impactam na execução de políticas públicas e nos investimentos públicos e privados.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Verificar as influências da política monetária, particularmente, em relação à taxa de juros na realização dos investimentos públicos e privados no período de 2002 a 2016;
- Estudar a evolução da dívida pública e o comportamento das instituições financeiras;
- Analisar a evolução das taxas dos governos de Luiz Inácio da Silva até o governo de Dilma Roussef e os seus efeitos sobre o crescimento econômico;

## **1.3 Metodologia**

Este trabalho se classifica, quanto a sua abordagem, em quali-quantitativo, pois o mesmo contém análises e dados. Tomando-se por base, o pensamento de Creswell (2007), a ampliação do uso de métodos mistos de pesquisa nas ciências sociais, decorre da necessidade de articular dados qualitativos e quantitativos em um estudo, proporcionando o leitor a uma maior compreensão do problema estudado.

Quando aos fins, a pesquisa de caracteriza como descritiva e explicativa, por ter o propósito de discutir o porquê a taxa de juros real continua excessivamente alta no Brasil e explicar o que vem influenciando para que isso aconteça.

Segundo Malhotra (2001) as pesquisas explicativas procuram aprofundar o conhecimento da realidade, porque explicam a razão e o porquê das coisas. Têm como objetivo principal a identificação dos motivos que contribuíram ou determinaram a ocorrência de um fenômeno. Seguindo a mesma linha, Mattar (1999) ressalta a inter-relação com o problema de

pesquisa, ao afirmar que a utilização desse tipo de pesquisa deverá ocorrer quando o propósito de estudo for descrever as características de problemas, estimar a proporção de elementos que tenham determinadas características ou comportamentos, dentro de uma população e descobrir ou verificar a existência de relação entre variáveis.

Quanto aos meios, a pesquisa pode ser qualificada como bibliográfica. Para Vergara (2000, p.48), a pesquisa bibliográfica é “o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral.

Nesse contexto, o projeto pode ser classificado como bibliográfico por motivos da metodologia e o referencial teórico se fundamentam a partir de livros e artigos que abordam o tema. Desta forma, segundo os estudos de Amorim (2005) a análise de dados é um importante caminho para a pesquisa, pois, conforme o autor, a opção metodológica define o trabalho a ser realizado, sendo a análise uma forma para obtenção de dados e aquisição de informações.

Quanto aos métodos que foram adotados para abordagem teórica deste estudo, foram usadas consultas virtual, artigos, revista, relatórios e documentos disponíveis no site no Banco Central, IBGE e USP, além de publicações científicas relacionadas aos temas em questão.

## 2 TAXA DE JUROS NO BRASIL: UM PANORAMA HISTÓRICO

A história da taxa de juros no Brasil é uma história de altos e baixos. No início do século XX, a taxa de juros era relativamente baixa, em torno de 8% ao ano. No entanto, a partir dos anos 1960, a inflação começou a se tornar um problema sério na economia brasileira, o que levou a uma elevação significativa da taxa de juros para controlar a inflação. A elevação das taxas de juros ocorreu, segundo a argumentação dos economistas do governo Castello Branco, devido às políticas populistas de aumento dos salários dos trabalhadores, que pressionavam a demanda.

Nos anos de 1980 e 1990, o Brasil viveu algumas das maiores taxas de juros do mundo, chegando a acumular cerca de 2000% ao ano, no referido período. Um dos mecanismos utilizados pelo governo para conter a espiral inflacionária, era a elevação da taxa de juros, que resultava em efeito contrário, ou seja, pressionava ainda mais a elevação dos preços. Assim, depois de seguidas tentativas de estabilização fracassadas, somente em meados dos anos 1990, com o lançamento do Plano Real, a inflação brasileira foi controlada. Com a estabilização da moeda e a redução da inflação, a taxa de juros começou a cair a partir dos anos 2000.

Antes do Plano Real, do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), diversos outros planos foram lançados, mas devido às suas premissas econômicas problemáticas, não obtiveram êxito na estabilidade de preços. Um dos destaques entre esses planos, em relação à nossa análise, é o Plano Collor I, que foi lançado em 15 de março de 1990 e envolveu o congelamento de todas as aplicações financeiras. Esse bloqueio de liquidez ainda é mencionado como um dos fatores que contribuíram para as altas taxas de juros no Brasil, pois refletiu desconfiança em relação à nossa jurisdição. Isso, somado à moratória da dívida externa e à história inflacionária do país, criou uma tendência anti-credor, levando os investidores a exigirem retornos mais elevados ao financiar tanto o setor privado quanto o público.

Em 1994, já no segundo ano de governo de Itamar Franco, foi implementado o plano de estabilização, conhecido como o Plano Real, acompanhado de outras medidas econômicas, para recolocar o Brasil na rota do desenvolvimento. Entre as medidas apresentadas no plano de estabilização, distinguem-se a criação da âncora cambial nominal (paridades entre as taxas de câmbio), desindexação parcial da economia, seguida da criação da Unidade Real de Valor (URV), além de alguns ajustes fiscais a curto prazo. O resultado das medidas foi a estabilização da inflação que já em 1995 começou a apresentar sinais de redução no crescimento (Pires-Alves; Modenesi, 2012, p. 4).

No entanto, as taxas de juros tiveram que ser mantidas em níveis elevados para permitir o ajuste do balanço de pagamentos, uma vez que a valorização da moeda afetou negativamente o saldo da conta corrente. O país enfrentou um déficit na conta corrente que não poderia ser coberto com investimento estrangeiro, a menos que as taxas de juros permanecessem altas. Esse cenário de taxas de juros elevadas e uma moeda sobrevalorizada para financiar um crescente déficit na conta corrente não perdurou por muito tempo. Conforme Giambiagi (2005) durante o mesmo período, o país também enfrentou um crescimento econômico fraco, com uma média de apenas 2,6% ao ano entre 1995 e 1998. Além disso, houve uma grave crise fiscal, apesar dos esforços do governo, resultando em um déficit primário no setor público consolidado. A média do déficit público nominal durante esse período foi de 7% do PIB. Como consequência, a dívida pública em relação ao PIB atingiu 50%.

A conjugação de um crescente déficit na balança de pagamentos, que passou de US \$2 bilhões em 1994 para US \$33 bilhões em 1998, aliada a um preocupante déficit fiscal, em um país que havia recentemente enfrentado um histórico de inadimplência de dívida estrangeira, resultou em uma situação na qual se tornava progressivamente mais difícil escapar de ataques especulativos contra a taxa de câmbio. Como resultado, todo o ajuste necessário precisava ser realizado na taxa de juros, uma vez que esta desempenhava o papel crucial de determinar o custo-benefício para investidores estrangeiros ao avaliar se alocar seu capital no país geraria um valor esperado positivo ou não, segundo Giambiagi (2011).

No final de 1998, a situação tornou-se insustentável e, somada a fatores externos, como a crise em outros países emergentes, desencadeou outro ataque especulativo contra o Real, que, dessa vez, sofreu uma desvalorização para corrigir os desequilíbrios na balança de pagamentos. A partir desse momento, o país adotou um regime de câmbio flutuante.

Com a implementação da nova política cambial, a taxa de câmbio não causou impactos inflacionários significativos e se desvalorizou a um nível que permitiu ao país alcançar superávits comerciais razoáveis. Com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, em 04 de maio de 2000, pelo presidente FHC, houve um aumento no controle e na transparência dos gastos governamentais. As finanças públicas passaram a mostrar consistentemente superávits primários, e o déficit na conta corrente diminuiu substancialmente, segundo o pensamento de (Arida *et al.*, 2005).

Após a implementação do Plano Real, a política monetária tinha como objetivo regular o volume das reservas internacionais para manter o real valorizado. Durante esse período, a política monetária rígida era justificada pelo temor de um retorno da inflação e pela necessidade

de financiamento do Balanço de Pagamentos. No entanto, mesmo após a estabilização dos preços, a taxa de juros real do país permaneceu alta, sendo mais do que o dobro da taxa de juros da América Latina e superior à média dos países emergentes no período de 1995 a 2008.

Modenesi (2012) ainda diz que o fato de a inflação no país ter excedido a média global no mesmo período indicava uma política monetária de baixa eficácia. Isso ocorreu devido ao fato de a inflação ter diminuído apenas ligeiramente. Ela teria baixa eficácia porque a taxa de juros levaria a uma evasão de capitais, fazendo com que os preços dos produtos importados aumentassem. Sendo assim, de acordo com Blanchard (2004) nas situações em que a taxa de juros leva à desvalorização cambial, a política fiscal, e não a monetária, seria mais eficiente para controlar a inflação.

Segura-Ubierno (2012) afirma que a disciplina fiscal brasileira vem se aprimorando com o passar do tempo, requerendo uma menor exigência de financiamento do setor público e menor risco de dominância fiscal, podendo levar à redução da taxa de juros. Contudo, Mendonça, Moreira e Sachsida (2017, p. 28), destacam que “o relapso da política monetária nos anos de 2011 e 2012 gerou a situação de dominância fiscal de 2013 e 2014”.

## **2.1 Política monetária e taxa de juros**

Segundo o Banco Central do Brasil ([s.d]), a política monetária tem a função de orientar a sociedade para gerenciar as características monetárias, como o acesso ao crédito, taxa de juros e a moeda em circulação. O governo utiliza diferentes ferramentas para regular essas variáveis de forma a influenciar o multiplicador bancário de maneira direta. É uma política que colabora nos meios de desemprego, controle de inflação e reajustar a economia.

Conforme o Banco Central, os mecanismos de transmissão da política monetária são canais nos quais as mudanças da taxa Selic afetam o comportamento das demais variáveis econômicas, em especial, preço e produto. E, quanto maior for a credibilidade da política monetária, menor será o esforço do Banco Central para alcançar sua meta.

Diversos economistas argumentam que as altas taxas de juros no Brasil se devem à presença de obstáculos que dificultam a eficiência da política monetária, o que leva as autoridades monetárias a exceder a taxa de juros. Tal efeito ocorre devido as taxas serem responsáveis pelas mudanças da demanda, uma vez que são controladas por unidades governamentais. É de suma importância notar-se que durante o primeiro mandato de Dilma Rousseff, os preços de petróleo e energia, que são produtos com preços regulados, foram

mantidos baixos para compensar o aumento dos preços. Quando essa política foi revertida em 2015, ela contribuiu significativamente para o aumento da inflação. Contudo, nos anos de 2017 e 2018, os produtos de preços regulados aumentaram demasiadamente em relação aos que têm preços livres, o que fortaleceu a ideia de que eles contribuem para uma inflação elevada. Um outro ponto que pode prejudicar a eficiência da política monetária é a fragmentação do mercado de créditos. Economistas, como Arida (2005) e Franco (2005), argumentam que esses tipos de financiamento não dependem da taxa básica de juros (Selic) e, portanto, não são afetados diretamente por políticas monetárias restritivas.

As contribuições de Pigou (1941) e Patinkin (1965) mostram que a queda dos preços aumenta a riqueza das famílias e leva a uma expansão da demanda privada. Ambos apontam que os saldos monetários fazem parte da riqueza de um indivíduo. Portanto, quando os preços caem, os saldos monetários aumentam, as famílias se sentem mais ricas e o consumo aumenta. Após a aplicação do Plano Real, o consumo aumentou em todas as categorias de produtos, especialmente bens de consumo duráveis, segundo dados divulgados pelo Banco Central. O crescimento do consumo foi resultado de uma expansão maciça do crédito pessoal, da estabilização dos preços e do aumento dos salários.

De acordo com o estudo de Mattoso e Baltar (1997, p. 294-314) pode-se perceber que o aumento do salário-mínimo, logo no começo do Plano Real, combinado com o rápido declínio da inflação e o aquecimento do nível de atividades econômicas, permitiu o crescimento no rendimento de 30% entre 1994 e 1996. O governo, preocupado com o aumento do consumo e evitando um aumento explosivo da demanda agregada que levaria a um ressurgimento da inflação, a qual poderia desestabilizar a economia, elevou os juros por meio da política monetária restritiva.

Através da política monetária, o Banco Central busca influenciar as condições de crédito, a oferta de dinheiro e as taxas de juros para atingir objetivos macroeconômicos, como controle da inflação, estímulo ao crescimento econômico ou estabilização financeira.

Os Bancos Centrais, que são responsáveis pela condução da política monetária, estabelecem uma taxa de juros de referência, conhecida como taxa básica de juros ou taxa de juros primária. Essa taxa serve como guia para as demais taxas de juros praticadas na economia. Quando o Banco Central aumenta a taxa básica de juros, os demais juros tendem a subir, encarecendo o custo do crédito. Por outro lado, quando o banco reduz a taxa básica de juros, as taxas de juros tendem a cair, tornando o crédito mais barato (BCB, 2020).

Além disso, o BC diz que um outro canal de transmissão da política monetária, especialmente em economias abertas, é a taxa de câmbio. Quando as taxas de juros sobem, as moedas nacionais tendem a se valorizar, reduzindo assim o nível de preços dos bens comercializáveis internacionalmente, expressos em moeda nacional. As taxas de câmbio afetam a inflação por meio de dois mecanismos. O primeiro é a queda dos preços dos bens de consumo importados e dos insumos de produção de *commodities*. Já o segundo mecanismo é através da demanda agregada. Um dólar mais fraco deprime as exportações e estimula as importações. Com isso, a demanda por bens domésticos cai, reduzindo a pressão sobre o nível de preços. A política monetária também desempenha um papel por meio de mudanças na riqueza dos agentes econômicos, causadas por mudanças nas taxas de juros. Por exemplo, o aumento das taxas de juros amortece a atividade econômica, o que leva a preços mais baixos das ações, o que, por sua vez, prejudica o consumo e os planos de investimento. (BCB, [s.d])

No Brasil, as elevações das taxas de juros, geralmente, são usadas para garantir a estabilidade econômica e controlar a inflação. Pelo menos, esse é o argumento dos economistas alinhados com o mercado. O crescimento econômico do país enfrenta desafios significativos em virtude a vulnerabilidade política e à escassez de investimentos em infraestrutura e produtividade, segundo afirma Santana (2023). Contudo, a aprovação de reformas estruturais pode ajudar a superar esses obstáculos, impulsionando o ambiente de negócios e estimulando os investimentos.

Vale destacar que o crescimento das taxas de juros pode trazer impactos negativos, em virtude do encarecimento do crédito para investimentos. No entanto, na visão dos economistas ortodoxos, o meio é considerado fundamental para garantir a estabilidade econômica e evitar uma elevação descontrolada da inflação.

A persistência da inflação do Brasil, ainda que me nível baixo, tem sido uma justificativa para a manutenção das altas taxas de juros no país. Esse pensamento tem como base na crença de que a inflação não é apenas resultado de pressões na demanda, mas existem outros componentes que influenciam na elevação dos preços. Conforme Mondenesi (2011) o componente estrutural da inflação brasileira refere-se a um grau elevado de inércia inflacionária, que decorre dos mecanismos de indexação que ainda persistem na economia do país. Tal pensamento pode levar à conclusão de que a política monetária é pouco eficiente, exigindo uma alta taxa de juros.

Com base em estudos empíricos, Conforme Mondenesi e Araújo (2010) observam que essa limitada eficácia se deve ao fato de a inflação ter uma baixa sensibilidade as mudanças em

associação a taxa de juros. Portanto, o câmbio tem sido o principal canal de transmissão da política monetária, já que em momentos de alta inflação, o Banco Central eleva as taxas de juros para valorizar o real, o que ajuda a estabilizar os preços.

É importante destacar que essa visão não é consensual entre os economistas, principalmente com relação aos heterodoxos. Conforme pesquisas de Minella (2003) e Cerisola e Gelos (2009), indicam que a importância do componente inercial da inflação no Brasil diminuiu significativamente após a implementação do plano real e a adoção do regime de metas de inflação. No entanto, Cusinato *et al.* (2016) chega à conclusão de que a persistência inercial aumentou a partir de 2013. Conforme o relatório do Banco Central em setembro de 2015, respalda a ideia de que a inflação atual é influenciada em grande medida pela inflação passada.

O primeiro e segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso foram marcados por estabilidade de preços, privatização de várias estatais brasileiras e restauração de políticas monetárias e cambiais mais equilibradas.

Com grandes incertezas sobre a direção futura da política econômica, com inflação elevada, desemprego em alta e instabilidade econômica, em janeiro de 2003, Luiz Inácio Lula da Silva, assumiu a presidência, onde continuou as ações econômicas adotadas no governo anterior, comprometendo-se a respeitar o tripé macroeconômico existente. Suas políticas monetárias foram similares a implementada por FHC, pelo menos durante parte do primeiro mandato. As reservas compulsórias e a taxa de juros do BC foram elevadas a patamares superiores aos estabelecidos no governo anterior.

Segundo Oreiro (2005), é evidente que, em determinado período, a política monetária do governo Lula apresentou sinais contraditórios. De um lado, o COPOM agia para elevar a taxa real de juros, visando desacelerar a economia e conduzir a inflação para a meta de 5,1% estabelecida para 2005. Por outro lado, diversas medidas de política econômica eram implementadas para promover a expansão do crédito pelo sistema bancário, como a autorização para bancos e instituições não bancárias concederem empréstimos consignados em folha. Essas medidas tinham como objetivo aumentar os gastos de consumo e, assim, estimular a economia e a geração de empregos.

No início de 2003, diante dos efeitos da crise cambial de 2002, o Governo Lula optou por enfrentar a inflação, que vinha aumentando desde o último trimestre de 2002. Percebendo a necessidade de ações urgentes na política monetária para evitar a perda de controle inflacionário, o governo decidiu aumentar a taxa Selic em janeiro de 2003 em 0,5%, seguido por mais 1% em fevereiro, conforme o Banco Central. Isso resultou em uma variação média

anual de 23,08%, colocando o Brasil entre os países com uma das maiores taxas de juros do mundo.

Paralelamente ao aumento das taxas de juros, a alíquota da exigibilidade do recolhimento compulsório também aumentou. Em fevereiro de 2003, o compulsório subiu de 45% para 60% dos depósitos à vista, permanecendo nesse nível até agosto do mesmo ano, quando retornou a 45%. Com uma variação média anual de 52,5%, o aumento do compulsório restringiu o acesso ao crédito para famílias e empresas, tornando os empréstimos mais caros. Isso resultou na redução da demanda por bens e serviços, levando os preços a níveis mais baixos. Esse cenário foi evidenciado em 2004, quando o IPCA registrou uma significativa queda na inflação efetiva para 7,60%, mantendo-se em declínio até atingir 3,14% em 2006. (BCB, 2003, p. 60)

No segundo mandato do governo Lula, houve uma mudança na abordagem da política monetária, pois foi percebido que era o momento de favorecer o crescimento econômico do país diante da situação atual. Conforme o IBGE, durante o período de 2007 até o primeiro trimestre de 2008, o governo optou por consistentemente reduzir a taxa básica de juros, iniciando em 13,0% em janeiro de 2007 e atingindo 11,25% em março de 2008. Durante esse período, o Brasil experimentou um notável crescimento do PIB, com um aumento de 5,2% no primeiro trimestre de 2007 em comparação com o mesmo período do ano anterior. A média de crescimento trimestral para o ano de 2007 foi de 5,75%, sendo superada apenas em 2008, com uma média trimestral de 6,12% (IPEADATA, 2009).

Segundo o estudo do IPEA (2010), o Brasil vivenciou o mais longo ciclo de crescimento econômico em sua história recente, que perdurou de 2004 a 2008. No entanto, esse ciclo foi interrompido pela crise financeira nos Estados Unidos em setembro de 2008, desencadeada pelo colapso do mercado imobiliário, resultando na falência dos dois principais bancos de investimento dos EUA.

De acordo com Mesquita (2010), as autoridades monetárias responderam à crise centralizando esforços na flexibilização da política monetária e adotando mecanismos tradicionais ou inovadores. Isso contribuiu para mitigar inicialmente o impacto das dificuldades enfrentadas pelo sistema financeiro das economias desenvolvidas nas economias emergentes. Mesmo diante das dificuldades no funcionamento do crédito interbancário, a atividade nos mercados de capitais permaneceu robusta, e os fluxos de capitais para as economias emergentes foram preservados, segundo Mesquita (2010).

Em virtude da ação rápida e eficaz do governo, a economia brasileira não foi tão impactada pela crise global, e logo após os resultados desfavoráveis de 2009, ela se recuperou rapidamente. Na comparação com igual período de 2009, houve expansão do PIB de 8,8%. No acumulado dos quatro trimestres terminados no segundo trimestre de 2010, o PIB registrou crescimento de 5,1% em relação aos quatro trimestres imediatamente anteriores. Já no resultado para o primeiro semestre de 2010, o PIB a preços de mercado apresentou aumento de 8,9% em relação a igual período de 2009, segundo o IBGE (2010).

Segundo a FUNDAB (2005), durante o governo Lula, a execução da política monetária focada exclusivamente na estabilidade de preços resultou na subordinação das políticas fiscal e cambial à política de juros. Isso reduziu os objetivos de implementação dessas políticas ao controle da inflação. A consequência dessa predominância da política monetária sobre as demais foi a manutenção de uma combinação específica de variáveis econômicas, caracterizada por taxas de juros elevadas e câmbio valorizado, prejudicial ao crescimento sustentado.

Desde a adoção do regime de metas de inflação no Brasil, em 1999, a definição pela autoridade monetária da meta da taxa básica de juros tem sido o principal instrumento de política monetária, seguindo rigidamente os princípios da teoria monetária ortodoxa. Durante os mandatos do presidente Lula, o aumento rápido da meta da taxa Selic foi constante.

Em 2011, a presidente Dilma Rousseff assumiu a presidência do Brasil, e nesse período, o índice de preços na economia brasileira inicia uma trajetória ascendente, ultrapassando o limite estabelecido como meta em vários momentos ao longo de 2011. Diante dessa situação, a equipe liderada por Alexandre Tombini (presidente do Banco Central) implementou uma política monetária restritiva, restringindo o crédito na economia com o objetivo de controlar o aumento dos preços e reverter a tendência de desvio em relação à meta estabelecida. Ao final de 2011, as expectativas à inflação para o ano seguinte passaram a uma queda significativa, indicando uma inclinação para a desaceleração dos preços, conforme o relatório de inflação do BCB (2011, p. 140).

Conforme destacado por Mesquita (2014), o início do governo de Dilma Rousseff, de janeiro a julho de 2011, foi caracterizado por uma continuidade em relação às políticas adotadas nos anos anteriores, com alterações limitadas. Essas mudanças foram concentradas principalmente nas áreas de política monetária e cambial, sendo parciais. O Banco Central, com o objetivo de alinhar a inflação (que encerrou 2010 em 5,9%) à meta estabelecida, retomou, em janeiro de 2011, o processo de aperto monetário.

A mudança de direção na política adotada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) em de agosto de 2011 foi motivada pela percepção de que a lenta e delicada recuperação das economias desenvolvidas teria um impacto significativo de natureza contracionista na economia brasileira. Isso, por sua vez, resultaria no aumento do hiato do produto e contribuiria para a convergência da inflação em direção à meta estabelecida. O COPOM avaliou que houve uma deterioração substancial, evidenciada, por exemplo, por reduções generalizadas e significativas nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos (BCB, 2011).

A inflação, de fato, começou a declinar a partir de setembro de 2011, devido ao aperto monetário previamente implementado e à valorização do real até meados daquele ano, atingindo um mínimo de 4,92% em junho de 2012. No entanto, posteriormente, voltou a subir. A partir de 2012, o governo passou a utilizar intervenções diretas no sistema de preços como uma ferramenta adicional para controlar a inflação, mas esse efeito se limitou ao curto prazo, resultando em uma piora nas expectativas a médio e longo prazo (IPEA, 2006).

Conforme descrito por Mesquita (2014), a necessidade de se ajustar a Selic, revertendo o ciclo anterior, foi se tornando mais clara ao longo do segundo semestre de 2012.

Sendo assim, o primeiro governo de Dilma ficou marcado por uma significativa mudança em abordar a política monetária, onde tinha como objetivo estimular a expansão de crédito na economia a fim de impulsionar o crescimento econômico. Se tornando o fator principal para comparação aos dois mandatos de Lula, a qual a proposta da política monetária tinha como foco principal alcançar a meta de inflação.

Portanto, não é de hoje que o Brasil enfrenta desafios para alcançar um crescimento permanente e manter a inflação dentro da meta. Como dito anteriormente, as altas taxas de juros reais são apontadas como os principais causadores dessa dificuldade, resistindo a diminuir sem que haja um descontrole no índice de preços do consumidor amplo. Também se nota uma relação complexa na condução da política monetária, onde medidas expansionistas são rapidamente contrabalançadas por uma desvalorização imediata do câmbio. Mesmo após a queda da taxa de juros e a adoção do regime de metas as taxas permanecem persistentemente elevadas, essa resistência a redução acarreta custos substanciais em termos de atividade econômica, além de emprego e desequilíbrio nas contas públicas, o que resulta dificuldades para manter o crescimento contínuo e estável a taxas razoáveis.

### **3 A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E O COMPORTAMENTO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS**

As taxas de juros ainda têm uma elevação muito grande, em níveis mundiais. Compreender quais variáveis acompanham a evolução dessa dinâmica, é indispensável para entender seus efeitos sobre o crescimento da economia brasileira. Conforme o Banco Central, as taxas de juros elevadas, provem das condições macroeconômicas marcadas por instabilidade que caracterizaram o período recente, mas que apresentam uma tendência de melhora, com a sinalização de um ambiente institucional mais estável.

No entanto, existe muita controvérsia sobre a manutenção da taxa de juros em níveis exaustivamente elevado no Brasil. Para Gasparian (1991), os juros altos eliminam a competitividade da indústria e do comércio, uma vez que o lucro colhido não consegue pagar os juros e conseqüentemente bloqueando a distribuição.

A dívida pública é o montante de dinheiro que um governo deve a credores internos e externos, resultante do déficit orçamentário acumulado ao longo do tempo e/ou da captação de poupança do setor privado. Conforme o relatório de acompanhamento fiscal (2021), a evolução da dívida pública pode variar de país para país, dependendo de vários fatores, como política fiscal, crescimento econômico, taxas de juros, gastos governamentais e capacidade de pagamento.

Segundo o entendimento de Albuquerque *et al.* (2008) quando um governo gasta mais do que arrecada em receitas, ocorre um déficit orçamentário. Para financiar esse déficit, o governo emite títulos de dívida, como títulos do Tesouro, que são comprados por investidores, incluindo instituições financeiras.

O comportamento das instituições financeiras em relação à compra desses títulos depende da confiança na capacidade do governo de pagar suas dívidas e do retorno oferecido pelos títulos em relação a outras alternativas de investimento. Se a dívida pública aumentar de forma significativa em relação ao produto interno bruto (PIB) de um país, pode levar a preocupações sobre a sustentabilidade da dívida, pois o governo pode ter dificuldade em pagar os juros e principal da dívida. Isso pode levar a uma redução na confiança dos investidores e aumentar os custos de financiamento para o governo (ENAP 2017, p. 18).

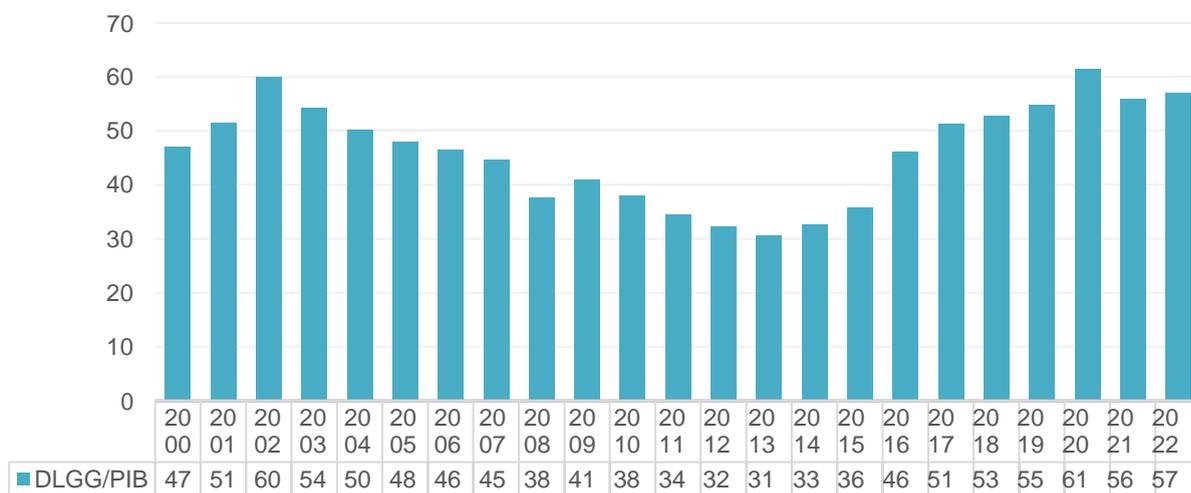
Defendendo a ideia do banco central, as instituições financeiras desempenham um papel fundamental na economia, atuando como intermediárias entre os poupadores e os tomadores de empréstimos, conforme o Tesouro Direto, elas incluem bancos, seguradoras, fundos de

investimento, entre outras. Além disso, buscam maximizar seus lucros, gerenciando riscos e oferecendo serviços financeiros aos clientes. Elas tomam decisões de empréstimos e investimentos com base na avaliação de risco e retorno, buscando oportunidades que atendam aos critérios de rentabilidade e segurança.

Segundo o site do tesouro direto, as instituições podem ser grandes compradoras de títulos de dívida emitidos pelo governo, pois esses títulos são considerados investimentos seguros em muitos casos. No entanto, em situações em que a dívida pública se torna insustentável ou a confiança no governo é prejudicada, as instituições financeiras podem reduzir suas compras de títulos ou exigir taxas de juros mais altas para compensar o risco adicional. Elas ainda estão sujeitas a regulamentações e supervisão governamental que visam garantir a estabilidade financeira e proteger os interesses dos depositantes e investidores. As políticas governamentais, como alterações nas taxas de juros, influenciar as decisões de empréstimos e investimentos das instituições financeiras, como interesse político. A ideia do intervencionismo estatal no mercado financeiro por meio das instituições financeiras públicas é observada em Gerschenkron (1962). O autor constata que bancos comerciais privados foram cruciais para canalizar os recursos da poupança para investimentos na indústria em vários países durante a segunda metade do século XIX, especialmente na Alemanha. Porém, notou que em outros países essas instituições não foram suficientes para provocarem o crescimento econômico. Para esse autor, o governo poderia intervir na economia para iniciar o processo de desenvolvimento financeiro por meio dos bancos públicos.

O aumento da dívida pública pode afetar a confiança das instituições financeiras e seus padrões de compra de títulos de dívida do governo. Por sua vez, o comportamento das instituições financeiras pode influenciar a capacidade do governo de financiar suas atividades e gerenciar sua dívida.

Gráfico 1 – Dívida Líquida do Governo Geral/PIB (2000 – 2022)



Fonte: produção autoral a partir dos dados coletados do IPEADATA, do período de 2000 a 2022

Em setembro de 2002, a dívida líquida do Governo Geral do Brasil (GGBC) atingiu 59,5% do Produto Interno Bruto (PIB). Nesse período, o país enfrentava mais um episódio de especulação, caracterizado pelo aumento da taxa de câmbio e do endividamento interno, especialmente devido à indexação de grande parte dos títulos públicos ao câmbio.

O pico da dívida em 2002 marcou o fim do processo de aumento do endividamento público, que teve início com o Plano Real e se intensificou a partir de 1997. Nesse ano, as crises cambiais no leste asiático e a busca pela reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso levaram o governo federal a fazer grandes esforços para manter uma taxa de câmbio valorizada pelo menos até as eleições de 1998. Após o pleito, a crise se instalou no início de 1999, levando o Brasil a adotar o câmbio flutuante e estabelecer metas de inflação, resultando em um significativo aumento do endividamento público durante a transição, que perdurou até 2005, quando o presidente Luiz Inácio Lula da Silva quitou a dívida contraída por Fernando Henrique Cardoso junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), diz Luiz Inacio, em uma entrevista para o CNN em 2022.

Em retrospecto, o considerável aumento do endividamento público durante o governo de Fernando Henrique Cardoso foi visto como o custo necessário para a estabilização econômica. A âncora cambial para a reforma monetária do Plano Real demandou a aplicação de elevadas taxas de juros reais durante a gestão do presidente Tucano. Pode-se especular que o aumento da dívida não teria sido tão pronunciado se o governo não tivesse adotado o chamado "estelionato cambial" em 1998. No entanto, como não há uma história alternativa disponível, a verdadeira dimensão das alternativas permanece desconhecida.

Na etapa subsequente, houve uma significativa redução do endividamento público durante os governos de Lula e Dilma, especialmente no período de Lula. Em termos numéricos, entre o final de 2002 e o final de 2013, a dívida líquida foi reduzida em quase 50%, alcançando aproximadamente 30% do Produto Interno Bruto (PIB) em dezembro de 2013. Apesar dessa melhoria, a situação fiscal não era confortável no final de 2013, pois o crescimento econômico já apresentava sinais de desaceleração, e vários desequilíbrios nas contas públicas indicavam a necessidade de políticas recessivas e aumento da dívida nos anos subsequentes (FGV, 2020, p. 2).

O processo de ajuste começou apenas no final de 2014, mas uma série de eventos adversos, como mudanças no cenário internacional, os impactos econômicos da operação Lava Jato, a aprovação de medidas impopulares e a fragmentação política, junto com a perda de

governança por parte da presidente Dilma Rousseff, amplificaram o impacto recessivo da correção fiscal iniciada em 2015. O resultado foi um substancial aumento do endividamento público em 2015 e, especialmente, em 2016, quando o impeachment parlamentar daquele ano adiou várias medidas de estabilização econômica e aprofundou a recessão.

O crescimento da dívida persistiu durante o governo de Michel Temer, que encerrou seu mandato com uma dívida líquida correspondente a 52,8% do PIB. A magnitude da recessão de 2015-2016, somada à necessidade de políticas de estabilização, teria levado a um aumento do endividamento público em 2017-2018 mesmo sem o impeachment de Dilma. É possível que a dívida tivesse crescido de forma menos acentuada, uma vez que no início de 2016 o governo Dilma propôs uma abordagem gradualista para a estabilização, focada na recuperação mais rápida do PIB (FGV, 2020, p. 3).

### **3.1 Teoria acumulativa de Wicksell entre as taxas de juros e a influência nas instituições;**

Em estudo de Wicksell (1967, p. 98) esse autor apresenta ainda uma teoria de processo acumulativo, assim chamada por demonstrar que diferenças entre taxas de juros monetárias ( $i$ ) (mercado monetário) e a taxa natural de juros ( $r$ ) leva a movimentos cumulativos no nível de preços tanto para cima quanto para baixo. Nesse processo, a economia se encontra em estado de equilíbrio. A quantidade de moeda é determinada pela demanda por empréstimos, que é influenciada pela diferença entre a taxa de juros monetária e a taxa natural de juros. A taxa natural de juros está relacionada ao retorno do investimento.

Wicksell (1978) ainda diz que a quantidade de moeda não é determinada de maneira exógena, porém o aumento da moeda é endógeno, por ser uma variável dependente, onde associa com a demanda de moeda que também depende da relação entre ( $i$ ), taxa de juros monetária e ( $r$ ) que é a taxa natural de juros. O autor baseia sua análise em um sistema de bancos comerciais bem estabelecido. Quando o crédito está presente, surgem duas taxas de juros, considerando o crédito como uma forma de moeda. A criação de moeda é atribuída aos bancos. A taxa  $i$  (taxa de juros no mercado monetário) é abordada como uma estrutura financeira. O autor não parte do pressuposto da Lei de Say; em vez disso, destaca que é o financiamento que possibilita a liberação do investimento ( $I$ ) a partir de uma determinada oferta de poupança ( $S$ ). O autor sugere que apenas o investimento ( $I$ ) financiado por empréstimos tem o potencial de desafiar a Lei de Say.

[...] Só poderemos conceber uma alta geral dos preços supondo que a demanda geral, por uma ou outra razão, está a caminho de ser maior do que a oferta. Isto pode parecer paradoxal, já que fomos habituados, segundo J.B de Say, a considerar os próprios produtos em relação recíproca, limitando a demanda na relação entre eles. E, em última instância, isso assim ocorre. Aqui, todavia, nos ocupamos com o que ocorre, em primeiro lugar, com o intermediário (médio) Qualquer teoria digna desse nome nos permitirá demonstrar como e por que a demanda monetária dos bens é maior ou menor do que a oferta dos bens em dadas condições (Wicksell, 1967, p. 159-160).

Wicksell (1978) examinou a economia monetária em duas fases distintas. Inicialmente, ele analisou uma economia em que a moeda era composta exclusivamente de ouro. Nesse contexto, a taxa de juros ( $i$ ) era determinada pelo mercado de ouro nos bancos, representando a taxa de juros real neoclássica. Essa taxa real era definida como aquela que equilibra o investimento ( $I$ ) e a poupança ( $S$ ).

Em seguida, uma economia em que a moeda nos bancos consistia em papel moeda, e os bancos tinham a capacidade de criar moeda simplesmente por meio de emissão. A quantidade de moeda criada dependia da diferença entre ( $i$ ), determinada pelo setor bancário, e ( $r$ ), a taxa de lucro nos investimentos reais.

No primeiro cenário, em que  $i = r$ , o volume de empréstimos dos bancos coincidia com o volume de investimento ( $I$ ). O fluxo de poupança ( $S$ ) e a quantidade de moeda demandada estavam perfeitamente equilibrados nos bancos, e as transações em termos monetários eram equivalentes às transações em termos reais. O volume de empréstimos obtidos a um custo de ( $i$ ) era exatamente igual ao volume de investimento ( $I$ ), proporcionando uma taxa de retorno ( $r$ ).

No segundo cenário ( $i < r$ ), quando a taxa natural era maior do que a taxa determinada no mercado monetário, a produtividade marginal do capital superava seu custo. Nesse caso, o custo de tomar empréstimos era menor do que o lucro que poderia ser obtido por meio desses empréstimos. Portanto, tomar empréstimos tornava-se lucrativo. Dado que o sistema bancário podia financiar gastos sem a necessidade de poupança prévia, uma demanda excessiva era criada. Ainda no pensamento de Wicksell (1978, p. 100), isso resultava no aumento da demanda por moeda para financiamento, e os bancos, por meio de sua capacidade de criar depósitos, disponibilizavam empréstimos. No entanto, como o sistema já estava em pleno emprego, nenhum produto adicional poderia ser produzido. Em vez disso, os preços subiam e a inflação acumulava-se.

O aperto inflacionário aparece na indústria de bens de capital quando atinge o pleno emprego e não consegue mais produzir esses bens. A demanda adicional apenas eleva os preços de bens de capital ou de investimento. Esse aumento de preços vem gerando um aumento na renda monetária e, por conseguinte, impulsiona a demanda por bens de consumo, elevando

também seus preços. O resultado é um processo inflacionário acumulativo, onde os preços continuam a aumentar indefinidamente enquanto os bancos continuarem a emprestar.

Dado que a inflação penaliza quem empresta, especialmente em um ambiente de taxas de juros fixas, Wicksell (1967) conclui que os bancos serão obrigados a aumentar a taxa de juros no mercado monetário até igualá-la à taxa real ( $r$ ), o único nível em que a estabilidade de preços pode ser alcançada. Em outras palavras, uma taxa de juros mais alta (até  $i = r$ ) reduz o investimento ( $I$ ), elimina o excesso de demanda por bens de capital e, por conseguinte, reduz a inflação. Assim, aqui é apresentado o argumento de que taxas de juros mais elevadas podem efetivamente reduzir a inflação (Keynes, 1930, p.198)

Pode-se afirmar que uma diminuição na taxa de juros resulta em um aumento nos investimentos e em um excesso de demanda, o que, por sua vez, leva a uma inflação mais elevada. Em contraste, no terceiro cenário, onde a taxa de juros no mercado monetário é maior do que a taxa real de juros ( $i > r$ ), as pessoas não procuram empréstimos para investir, resultando em uma redução nos níveis de investimento. Isso gera um excesso de oferta de recursos na economia, levando os empresários a reduzirem os preços dos bens de investimento. Essa redução de preços se propaga para outros setores da economia, desencadeando um processo deflacionário. A acumulação de reservas ociosas nos bancos contribui para a diminuição da taxa de juros ( $i$ ) até que ela se iguale à taxa real de juros ( $r$ ), conforme o pensamento wickseliano.

Segundo Laidler (1975), ao comentar sobre o artigo de Wicksell, diz que:

Se, outras coisas permanecendo constante, os bancos líderes do mundo abaixarem sua taxa de juros, digamos a 1 por cento abaixo do seu nível corriqueiro, e mantendo essa por alguns anos, então os preços de todas as commodities iriam crescer e crescer e crescer sem nenhum limite; no caso oposto, se os bancos líderes do mundo aumentassem a taxa de juros digamos a um por cento acima de seu nível corriqueiro, e mantendo essa por alguns anos, então todos os preços iriam cair e cair e cair sem nenhum limite com exceção de zero (Wicksell, 1907, *apud* Laidler, 1975, p. 103).

### **3.2 O mecanismo das operações compromissadas e os setor bancário financeiros**

Segundo o Banco Central, operações compromissadas são operações de venda (ou compra) de títulos com compromisso de recompra (ou revenda) dos mesmos títulos em uma data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos. Essas operações são realizadas pelas instituições financeiras entre si, ou entre as instituições financeiras e o Banco Central ou entre as instituições financeiras e pessoas físicas e jurídicas em geral. Os títulos utilizados podem ser públicos ou privados.

Conforme observado por Salto (2015), a estratégia de operações compromissadas evidencia a falta de habilidade do Tesouro Nacional na administração da dívida pública. O economista aponta que houve uma oferta de títulos pré-fixados <sup>1</sup> com prazos mais longos, porém a demanda não foi suficiente. Isso resultou na ausência de substituição de títulos do Tesouro Nacional, anteriormente adquiridos pelas instituições financeiras, à medida que venciam.

Como consequência, as instituições mantinham dinheiro em caixa, aumentando a liquidez no sistema financeiro e pressionando por uma redução nas taxas de juros. Para evitar isso, o Banco Central se viu obrigado a realizar vendas de títulos por meio de operações compromissadas para absorver o excesso de liquidez. O economista também destaca que as operações de swap cambial<sup>2</sup>, com custos associados, contribuem para a injeção de liquidez no sistema financeiro, a qual precisa ser controlada por meio dessas operações. Em última análise, Salto conclui que o Banco Central está efetivamente substituindo o Tesouro Nacional na tarefa de rolar a dívida pública mobiliária federal <sup>3</sup>(Otta, 2013).

O Banco Central ainda mostra motivos que se pode levar ao excesso de liquidez:

Há vários fatores que contribuem para o aumento da liquidez de nosso sistema e, por conseguinte, para o aumento do estoque de operações compromissadas. Aquisição de dólares para compor as reservas internacionais, resgates líquidos de títulos da dívida pública federal promovidos pelo Tesouro Nacional, oscilações na conta única do Tesouro Nacional e movimentações dos depósitos compulsórios são os mais relevantes. Nos últimos anos, esses fatores se fizeram presentes em maior ou menor intensidade, isolada ou conjuntamente, em diferentes momentos (BCB, 2013).

Segundo Terra (2014), a necessidade do Banco Central de reduzir a liquidez por meio de operações compromissadas é uma evidência de que a política monetária está subjugada às instituições financeiras. Estas, ao manterem uma parcela maior de reservas, impõem um custo mais elevado para a implementação da estratégia de redução gradual da taxa Selic a partir de 2004.

---

<sup>1</sup> Os títulos prefixados são um tipo de investimento atrelado a uma taxa de juros fixa, que já é conhecida no momento em que a operação se inicia. Esses investimentos contam com um nível a mais de segurança, pois você está emprestando dinheiro para o próprio governo

<sup>2</sup> Swap (troca) é um derivativo financeiro que promove simultaneamente a troca de taxas ou rentabilidade de ativos financeiros entre agentes econômicos. O swap cambial utilizado pelo BC tem como variáveis a taxa SELIC e a variação de câmbio. Dessa forma, uma empresa ou investidor recebe do banco o valor correspondente à variação cambial e o BC recebe da empresa ou do investidor o valor correspondente a rentabilidade acumulada pela taxa Selic. (BCB, [S.D])

<sup>3</sup> A dívida mobiliária federal é constituída dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central do Brasil e contempla os valores que estão em poder do mercado ou em carteira no Banco Central. É a parte da dívida pública que pode ser paga em moeda nacional. (BCB, 2017).

As operações compromissadas surgem como uma alternativa eficaz quando o Banco Central decide injetar liquidez, mas os bancos não repassam esses fundos por meio de empréstimos aos tomadores finais. Nesses casos, o excesso de liquidez é absorvido pelo próprio Banco Central, que fica limitado a manter as taxas de juros conforme determinado pelo Copom. Esse padrão é observado em dois momentos específicos: no final de 2008, quando ocorre a redução dos compulsórios e o aumento das operações compromissadas, e no retorno à normalidade no final de 2010, quando há o aumento dos compulsórios acompanhado pela redução das operações compromissadas. Contudo, desde 2015, o impacto líquido da emissão de dívida tem sido negativo, indicando uma retirada de liquidez do sistema financeiro. Mesmo assim, as operações compromissadas continuam aumentando devido ao aumento da Conta Única do Tesouro Nacional (BCB, 2016, p. 5).

A tabela a seguir, apresenta detalhes a respeito da contribuição absoluta de cada um dos quatro principais fatores. Além disso, ela destaca o acumulado da contribuição (ACM) de cada fator desde o final de 2005 até o ano de 2016.

As duas últimas colunas, as variações nos saldos das compromissadas e o acumulado até o referido ano. Com exceção dos juros, os fatores mostrados refletem as influências que conduziram à expansão ou contração da base monetária durante o período analisado. As informações são obtidas mensalmente na página eletrônica do Banco Central. Quando um determinado fator, como as reservas internacionais, consistentemente eleva a base monetária além das necessidades da economia, implica que o Banco Central realiza operações compromissadas de forma sistemática para ajustar a liquidez da economia ao nível adequado. Por outro lado, um fator que reduz a base monetária, como os depósitos compulsórios, que também atua para diminuir as operações compromissadas

Tabela 1 – Fatores resolutivos das operações compromissadas ano a ano - 2006-2016

ANO	CONTA	ACM	RESERVA	ACM	JUROS	TÍTULO	ACM	OPERAÇÕES	ACM
2006	-59,5	-59,5	74,4	74,4	13,4	26,2	26,2	40,2	40,2
2007	-55,6	-115	155,4	229,8	18,7	17,4	43,6	110	150,3
2008	-74,3	-189,4	-12,1	217,6	32,9	138,8	182,4	137,7	288
2009	-52,3	-241,7	62,9	280,6	40,4	100	282,8	129,6	417,5
2010	-51,2	-292,9	75,6	356,1	36	47,5	330	-166	251,5
2011	-125,6	-418,6	85,2	441,3	37,5	85,9	416,3	53,2	304,7
2012	-121,6	-540,2	25,9	467,2	40	151,6	567,8	182,1	486,8
2013	-127,6	-667,8	-22,4	444,7	50,4	169	736,8	4,7	491,6
2014	-0,7	-668,4	16,3	461,0	67	136,9	873,7	280,3	771,9
2015	59,7	-608,8	-15,0	446,0	103,7	-123,5	750,2	104,2	876
2016	12,3	-596,5	32,5	478,5	134,6	31,9	782	134	1.010

Fonte: produção autoral a partir dos dados coletados do Banco Central, do período de 2006 a 2016

Em análise, sugere que nenhum dos fatores mencionados anteriormente por si só explica completamente o padrão das operações compromissadas. Durante o período de aumento das reservas internacionais, observou-se um aumento nas compromissadas, o que pode ter sido um fator relevante naquele momento. No entanto, mesmo após o crescimento das reservas ter se estabilizado, as operações compromissadas continuaram a aumentar. Ao longo da maior parte do período, o Tesouro Nacional resgatou títulos de forma líquida, exercendo um impacto positivo na liquidez, o que também pode explicar parte do aumento das compromissadas.

Desde o início de 2015, no entanto, o impacto líquido da emissão de dívida tem sido negativo, indicando uma retirada de liquidez do sistema financeiro. Surpreendentemente, as operações compromissadas continuam a crescer devido ao aumento da Conta Única do Tesouro Nacional. Uma possível explicação recente é que os títulos oferecidos pelo Tesouro Nacional podem não ser suficientemente atrativos para as instituições financeiras, que preferem manter seus recursos em tesouraria, confiantes de que o Banco Central os retirará de circulação por meio das operações compromissadas, agora com taxas de juros em ascensão.

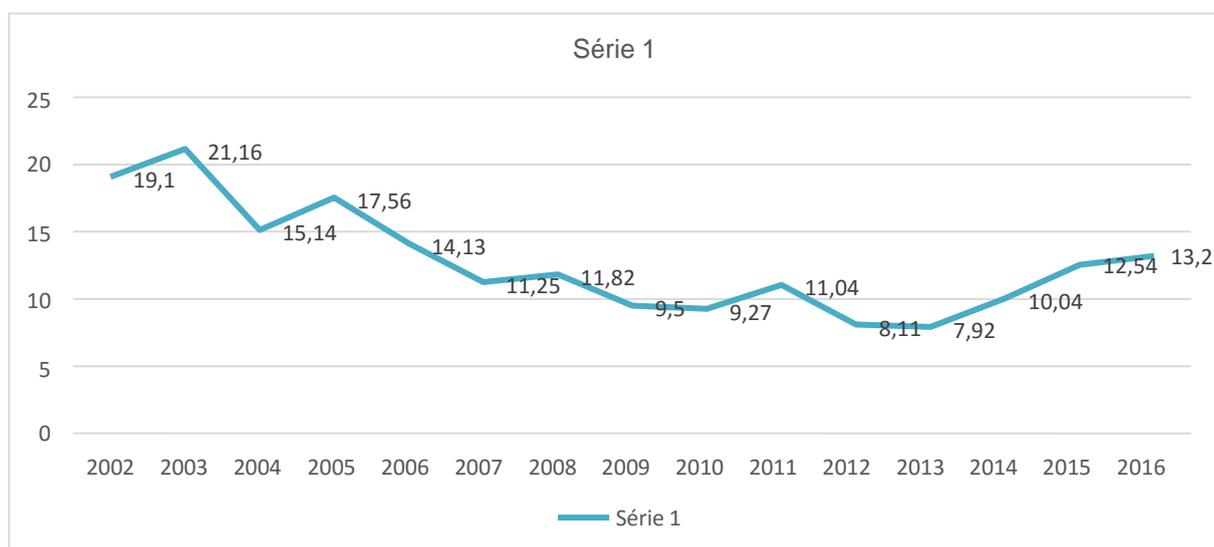
A utilização da taxa de juros como principal instrumento do Banco Central para garantir a estabilidade de preços também serve como uma forma de proteção das instituições financeiras contra a inflação. Além disso, a tentativa de conter a inflação através da restrição da demanda, mesmo em uma economia em recessão, implica uma menor demanda por empréstimos. Paralelamente, a implementação da política monetária significa que o Banco Central oferecerá a quantidade de títulos demandados pelas instituições financeiras, com a remuneração sendo a taxa Selic e uma alta liquidez. Como resultado, a tentativa do Tesouro Nacional de melhorar o perfil da dívida através da redução das LFTs (Letras financeiras do tesouro) foi frustrada pela execução da política monetária, que ofereceu uma alternativa substancial: as operações compromissadas.

#### 4 A EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO PERÍODO DE 2002 A 2016

O início do mandato de Lula como presidente, foi caracterizado por fases pouco distintas e por políticas conservadoras, especialmente em 2003, que foi um período desafiador de ajustes. Embora o ano de 2004 tenha testemunhado uma expansão, mesmo diante de uma política monetária restritiva com taxas de juros elevadas, o crescimento do emprego ocorreu sem um aumento correspondente na produtividade. Além disso, houve um aumento na informalidade e um crescimento pouco expressivo do produto interno. A persistência de problemas de infraestrutura causou estrangulamentos, enquanto as elevadas taxas de juros desencorajaram investimentos adicionais.

O Banco Central manteve a taxa básica de juros (Selic) em 16,5%, resultando em uma taxa de juros real significativamente superior às de outros países emergentes. Isso ocorreu apesar das previsões de inflação não ultrapassar 6% em 2004, conforme indicado por Oreiro (2004). Na média, a taxa básica de juros permaneceu alta ao longo de período de 2002 a 2016, embora com leve declínio entre 2009 e 2013, voltando a subir entre 2014-16. O gráfico 2 abaixo apresenta o comportamento da taxa de juros entre 2002 e 2016.

Gráfico 2: Evolução da taxa básica de juros no Brasil (2002 – 2016)



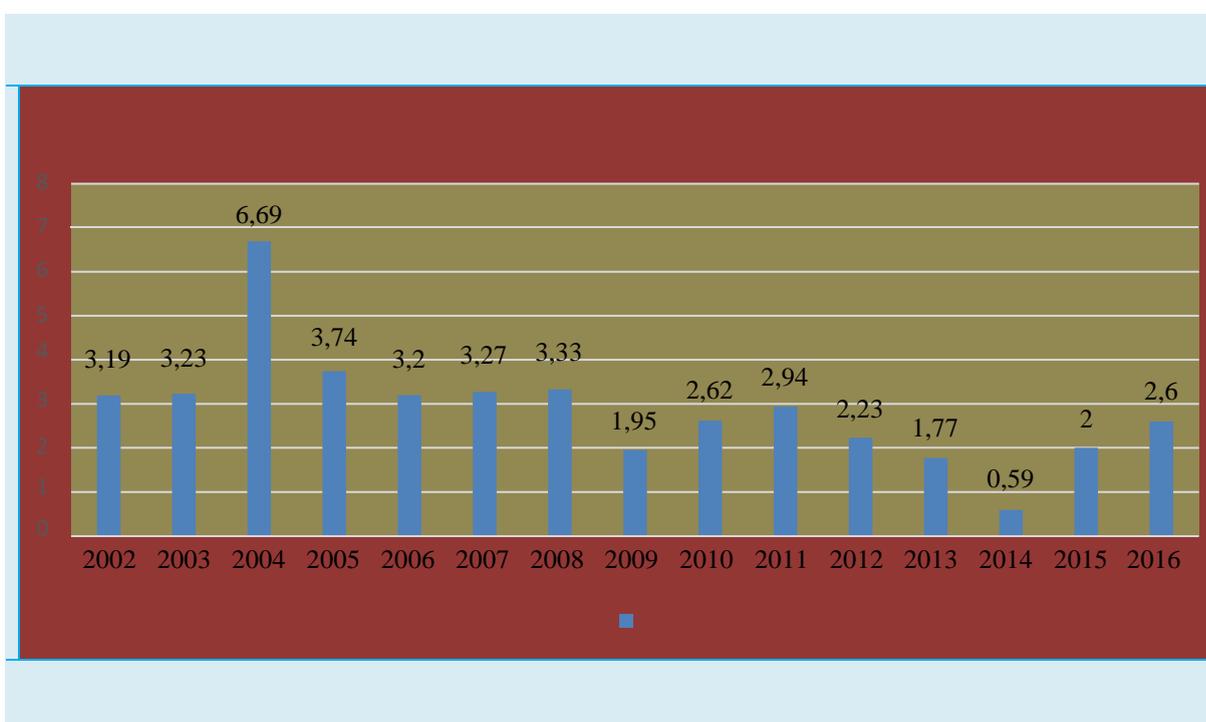
Fonte: Banco Central.

Ao longo dos governos dois governos Lula (2003-2010), o superávit primário<sup>4</sup> (poupança do governo para pagar os juros da dívida) foi elevado para pagamento dos juros da

<sup>4</sup> Superávit primário é o resultado positivo de todas as receitas e despesas do governo, excetuando gastos com pagamento de juros. O déficit primário ocorre quando esse resultado é negativo.

dívida pública, embora tenha declinado a partir de 2009 e voltado a subir em 2010-2011. Sendo esse o maior esforço fiscal do setor público para horar com os compromissos dos credores internos e externos. Conforme demonstra o gráfico 3 abaixo, praticamente durante os dois governos do presidente Lula, o esforço do setor público para gerar saldos financeiros se manteve elevado, para assegurar o pagamento da dívida pública. Essa política teve continuidade no governo de Dilma, ainda que o esforço do governo para gerar poupança tenha diminuído, entre 2012 e 2014.

Gráfico 3 – Evolução resultado primário do setor público (2002 – 2014)



Fonte: Banco central, 2015

Importante ressaltar que o resultado primário é uma sinalização de que demonstra os compromissos do governo com os objetivos da política macroeconômica e a sustentabilidade da dívida. Em 2014, como podemos observar no gráfico acima, o resultado foi negativo, desde a adoção do sistema de medidas de controle do gasto público pelo Banco Central. Vale acrescentar ainda, que as despesas do governo só não foram drasticamente afetadas em virtude do crescimento das receitas a partir de meados dos anos 2000.

Historicamente, tanto no Brasil quanto em outras economias latino-americanas, observa-se que altas taxas de inflação estão diretamente associadas a baixos crescimentos do produto, e não o contrário. Para manter o crescimento do PIB abaixo de seu potencial de 4,5% ao ano, a taxa de juros real foi mantida acima do equilíbrio de longo prazo, estimado entre 5%

e 8% ao ano. Por meio dessa abordagem, o Banco Central desestimulou as empresas a realizar investimentos, desacelerando a economia. Para combater a inflação, a instituição manteve a taxa de juros em níveis superiores a 9% ao ano.

No início desse primeiro mandato, onde foi liderado por Henrique Meirelles no Banco Central e Antônio Palocci no Ministério da Fazenda, não houve mudanças significativas nos indicadores de vulnerabilidade externa em 2003, porém Henrique Meirelles propôs ajustes nas contas públicas, com intuito de gerar superávits primários, visando reduzir a proporção da dívida pública em relação ao produto interno bruto, diminuir obrigações relacionadas ao serviço da dívida e alcançar uma queda sustentável nas taxas de juros.

No âmbito das relações internacionais, o Brasil avançou na sua integração financeira com outros países. A atração de capital devido às elevadas taxas de juros resultou em consideráveis flutuações nas taxas de câmbio no país.

Ao contrário das economias latino-americanas, onde os países orientais tinham medidas de proteção, incluindo a desvalorização de suas moedas, controle e intervenções nos fluxos de capitais.

O novo endividamento no final do século XX, elevou a vulnerabilidade externa do Brasil não apenas em termos quantitativos, mas também qualitativos, pois projetos de exportação foram desestimulados, e houve um aumento na desnacionalização dos ativos no país, conforme destacado por Belluzzo (2003).

Nos primeiros anos, a tendência do mandato de FHC persistiu, com as exportações sujeitas às variações de "preços e quantidades no mercado internacional devido à expressiva participação das commodities" (Belluzzo, 2003, p. 5). Enquanto isso, as importações seguiam o ciclo de absorção do mercado interno, principalmente no setor industrial, onde tinha uma demanda de insumos com grande tecnologia.

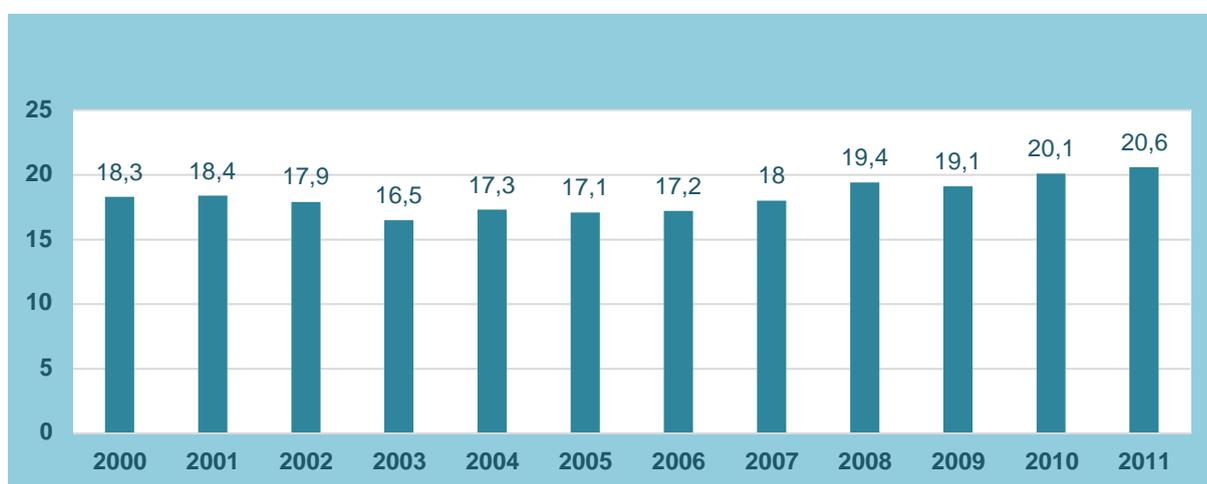
Ainda no início, houve uma deterioração na qualidade do financiamento público. Isso se refletiu na redução do prazo médio do passivo externo, uma queda de 50% nos investimentos externos diretos destinados ao Brasil e um aumento considerável nas aplicações em carteira e na dívida de curto prazo, conforme o IPEA.

Conforme Biasoto Jr. (2003, p. 54) ao manter a abordagem governamental estabelecida por FHC em 1999, que consistia na manutenção da política econômica de câmbio flutuante juntamente com a mobilidade de capitais, persistiu a necessidade de gerar simultaneamente recursos para sustentar as políticas de altas taxas de juros reais. E continuou-se a busca por superávits primários para indicar ao mercado a redução da relação dívida.

Durante o primeiro mandato, foi destacado a importância de se fazer um ajuste fiscal a longo prazo, argumentando que se o governo brasileiro tivesse mantido um superávit primário de 3,5% do PIB ao ano nos últimos oito anos, segundo Palocci (2003).

Devido ao ajuste implementado, a redução dos investimentos no primeiro ano e a adoção de políticas restritivas levaram a taxa de investimento do país a atingir seu ponto mais baixo durante o governo Lula. Nesse período, a variação em relação ao PIB chegou ao mínimo, registrando 16,6% em 2003, conforme mostra o gráfico abaixo.

Gráfico 4 – Renda, poupança e investimento: taxa de investimento FBCF/PIB (%)



Fonte: produção autoral a partir dos dados coletados do IBGE, do período de 2000 a 2011

No ano de 2003, o país encontrava-se em um período frágil no quesito financeiro, o que levou a um risco à estratégia do governo Lula. Esse cenário foi caracterizado pelo aumento do endividamento externo, influenciado por "preços inadequados" resultantes de uma combinação de câmbio valorizado e taxas de juros extremamente elevadas. Além disso, não se enxergava possibilidades de gerar divisas suficientes para quitar a dívida.

#### 4.1 O Regime de Metas de Inflação (RMI)

O regime de metas de inflação estabelecido por FHC e continuado no Governo Lula, que se fundamentava na premissa de que, a longo prazo, a política monetária não impacta as variáveis reais da economia, principalmente o emprego e o produto interno, conforme Carvalho *et al.*, 2007.

No contexto do RMI, a política monetária assume um papel crucial como um dos principais instrumentos da política macroeconômica. Nesse cenário, a política fiscal deve

subordinar-se a ela, exigindo a eliminação de déficits fiscais para que as metas de inflação sejam eficazes. Isso implica a necessidade de um controle fiscal rigoroso e a busca por superávits primários.

Durante a realização dos Acordos de Bretton-Woods<sup>5</sup> e o subsequente abandono oficial do padrão-ouro<sup>6</sup>, surgiu a necessidade urgente de encontrar uma nova referência nominal para os preços. O sistema de câmbio fixo deixava as economias emergentes vulneráveis a desequilíbrios externos, e o controle dos agregados monetários não era considerado uma solução viável. Isso ocorria devido ao aumento significativo na velocidade de circulação da moeda, impulsionado por avanços tecnológicos que aceleravam as transações financeiras, resultando na criação e destruição de moeda em uma taxa que escapava a um controle estrito. Nesse contexto e diante dos desafios significativos enfrentados por muitos países devido às altas taxas de inflação em cenários de recessão econômica na década de 1970, teorias alternativas começaram a ganhar destaque (IPEA, 2009, p. 2).

Para identificarmos outro ponto importante da política monetária, podemos começar reconhecendo a importância da credibilidade das autoridades governamentais que supervisionam a política monetária como os bancos centrais. A ideia por trás dessa credibilidade é que essas autoridades devem cumprir, foi proposta pelo Banco Central, o que comunicam ao público em relação às suas ações e intenções no âmbito da política monetária. Quando as expectativas dos empresários sobre os indicadores econômicos são constantemente frustradas eles devolvem o mecanismo de alto preservação. Podemos explicar em outras palavras, se as metas de inflações não forem cumpridas regularmente é provável que as empresas comecem a reajustar seus preços constantemente para cima. Portanto o suposto dilema entre crescimento econômico e controle da inflação é inválido a longo prazo. Conseqüentemente, a flexibilidade na adesão estrita as diretrizes da política monetária estão diretamente ligadas a capacidade de influenciar as expectativas dos agentes econômicos.

Quando as decisões dos formuladores de políticas são alinhadas com as expectativas de mercado, as medidas relacionadas às taxas de juros e outros mecanismos podem ser implementados de maneira mais maleável e menos prejudicial em termos de impacto na economia. Nos países desenvolvidos onde o governo e o banco desfrutam de alta credibilidade

---

<sup>5</sup> O acordo de Bretton Woods definiu que cada país deveria a manter a taxa de câmbio de sua moeda “congelada” ao dólar, com limite de variação de cerca de 1%. (IPEA, 2009).

<sup>6</sup> Nesse modelo monetário, as transações financeiras entre países eram feitas em forma de ouro — ou em uma moeda que pudesse ser convertida no material

é possível observar que a política monetária ela tem menos necessidades de ajustes na taxa de juros.

No Brasil, a implementação do regime de metas chegou de maneira inflexível, tinha por objetivo dar fim a um longo período de inflação descontrolada e alcançar a estabilidade de preços. Decerto, nos meses subsequentes a adoção desse modelo, houve uma notável desaceleração na taxa de crescimento da inflação. Conforme o IPEA (2006), o Brasil possui características que impedem que o regime de metas de inflação seja completamente eficaz. Ou seja, não existe um planejamento de longo prazo que possa flexibilizar a política monetária, reduzir a taxa de juros e estimular a atividade econômica de forma consistente.

Um dos obstáculos notáveis é a vulnerabilidade do Brasil a choques externos, como a queda nos preços das *commodities* e flutuações significativas nas taxas de câmbio. Isso afeta a inflação, uma vez que uma grande parte dos itens que compõem o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) são preços controlados pelo governo ou empresas estatais.

Um dos obstáculos notáveis é a vulnerabilidade do Brasil a choques externos, como a queda nos preços das *commodities* e flutuações significativas nas taxas de câmbio. Isso afeta a inflação, uma vez que uma grande parte dos itens que compõem o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) são preços controlados pelo governo ou empresas estatais.

A Tabela abaixo, apresenta o histórico das metas de inflação no Brasil, exibindo o centro, o intervalo de tolerância para variações da inflação e a inflação efetiva medida pelo IPCA. Entre 2000 e 2009, a inflação não permaneceu dentro do intervalo estabelecido nos anos de 2001, 2002 e 2003, onde atingiu 7,67%, 12,53% e 9,3%, conforme a tabela. Já em 2001 e 2002, diversos eventos, como choques externos e internos, como a crise energética, os atentados terroristas nos Estados Unidos, a crise argentina e a instabilidade decorrente das eleições presidenciais, impactaram a inflação no Brasil. O índice inflacionário de 2003 foi essencialmente influenciado pela inflação do ano anterior (inflação inercial<sup>7</sup>). A partir de 2011, observa-se um aumento na taxa de inflação, principalmente devido ao crescimento do crédito para sustentar uma política econômica baseada no consumo.

---

<sup>7</sup> Quando o índice de inflação é a soma da inflação passada, mais a expectativa da inflação futura.

Tabela 2 – Histórico de metas de inflação no Brasil (2002 – 2014)

ANO	META (%)	BANDA (P.P)	LIMITE SUPERIOR E INFERIOR	INFLAÇÃO EFETIVA (IPCA % a.a)
2002	3,5	2,0	1,5 a 5,5	12,53
2003	8,5 *	2,5		9,3
2004	5,5 **	2,5	3,0 a 8,0	7,6
2005	4,5	2,5	2,0 a 7,0	5,69
2006	4,5	2,0	2,5 a 6,5	3,14
2007	4,5	2,0	2,5 a 6,5	4,46
2008	4,5	2,0	2,5 a 6,5	5,9
2009	4,5	2,0	2,5 a 6,5	4,31
2010	4,5	2,0	2,5 a 6,5	5,76
2011	4,5	2,0	2,5 a 6,5	6,32
2012	4,5	2,0	2,5 a 6,5	5,69
2013	4,5	2,0	2,5 a 6,5	5,76
2014	4,5	2,0	2,5 a 6,5	5,6,23

Fonte: produção autoral a partir dos dados coletados do IPEADATA, do período de 2002 a 2014

\* Reajuste de 8,5% para 2003, sem intervalo.

\*\* Reajuste 5,5% para 2004.

Aqueles setores, cujos preços são estabelecidos ou influenciados pelo governo, como combustíveis e eletricidade, que são indexados aos índices IGP-DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna) e IGP-M (Índice Geral de Preços – Mercado) e, portanto, são sensíveis às mudanças nas taxas de câmbio. Dentre esses produtos, os principais causadores de pressão inflacionária são, os derivados de petróleo, setor de transporte, produtos farmacêuticos e energia elétrica para uso residencial. Conforme o Relatório Focus, em maio de 2015, houve um aumento significativo nos preços controlados pelo governo, principalmente devido ao aumento nos preços dos combustíveis e ao encarecimento da energia elétrica, que sofreu com condições de seca e a necessidade de acionar usinas termelétricas. Esse aumento gerou preocupações quanto à expectativa de inflação nos meses seguintes. (Banco Central do Brasil – Relatório Focus).

A composição do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) torna o índice particularmente suscetível a choques econômicos externos e flutuações nas taxas de câmbio, independentemente da origem dessas flutuações. O que dificulta ou impossibilita a adoção de políticas monetárias mais flexíveis pelo Banco Central. Além disso, a combinação desse fator com metas de inflação ambiciosas e prazos curtos para cumpri-las leva o Brasil a descumprir ou revisar suas metas de inflação com frequência, como dito Bresser-Pereira (2009, p. 23).

Na mesma linha de pensamento neoclássico, outro problema é a contaminação da política monetária devido à indexação da dívida pública, fenômeno que ocorre quando a dinâmica da dívida do governo afeta a capacidade do banco central de conduzir a política monetária de maneira independente. Ele se correlaciona com o efeito riqueza, mesmo se considerarmos a teoria de juros neoclássica, que sugere que um aumento nas taxas de juros levaria a um aumento na poupança e redução no consumo, afetando a renda e a riqueza, com implicações para a teoria da inflação por demanda. Segundo Oliveira (2010), a indexação financeira “impede que o

aumento da taxa básica de juros se traduza em termos de redução do valor de mercado desses ativos, não provocando uma diminuição na riqueza dos detentores de títulos públicos”. Portanto, ela “reduz o grau de efetividade da política monetária, mediante o canal de ativos” (Oliveira, 2010, p. 20-21; cf. Paula; Pires, 2012), enfraquecendo assim a política monetária e aumento de juros.

Outro ponto importante que vale ressaltar, é que a política monetária não se limita apenas ao efeito riqueza. No caso do Brasil, a indexação financeira e taxa de juros elevadas, estão estritamente ligadas a oscilações de câmbio, como já foi abordado anteriormente.

Do ponto de vista da economia em grande escala, a relação entre as taxas de juros e a taxa de câmbio, tem contribuído para a valorização da moeda brasileira em relação ao dólar.

No Brasil, parte do impacto nos preços não resulta exclusivamente dos canais tradicionais da política monetária. Pelo contrário, o impacto é derivado do efeito das taxas de juros elevadas, especialmente em um ambiente de livre circulação de capitais internacionais e um sistema de câmbio flutuante. O ponto central não é a discussão sobre como os juros afetam a demanda, mas sim o fato de que, quando mantidos em patamares elevados, eles levam à valorização do real no contexto da livre movimentação de capitais internacionais e de um regime de câmbio flexível, o que reduz o custo dos produtos importados e melhora a oferta (Carvalho *et al.*, 2015, p. 22).

Por fim, é importante salientar que, para além dos canais de ativos e de câmbio, é necessário recordar que os títulos de indexação financeira são, como o próprio nome sugere, indexados de forma bastante peculiar às taxas da Selic over, e não a índices de preços passados, conforme Oliveira e Carvalho (2010). Portanto, esses títulos podem potencialmente causar problemas relacionados à inflação inercial, em vez de simplesmente impedirem a inflação causada pela demanda excessiva, como defendido pelos economistas ortodoxos, além de gerar conflitos distributivos. Essa questão, por vezes, fica em segundo plano nos debates econômicos, pois o setor financeiro, ao contrário de outros setores da economia que também são indexados, costuma ser tratado de forma especial em nosso sistema econômico (Carvalho *et al.*, 2007).

## 4.2 A política econômica no Governo Lula (2002 – 2010)

No âmbito da política monetária, Antônio Palocci, Ministro da Fazenda, advogava por uma reforma visando garantir uma administração mais eficaz e transparente das políticas monetárias, conferindo ampla autonomia operacional ao Banco Central. A questão da autonomia do banco central está diretamente ligada à adoção do regime de metas de inflação, e não há evidências de que esse regime, adotado pelos bancos centrais europeus, tenha êxito em países emergentes. (Senado Federal, 2004).

Embora as metas de inflação auxiliem na manutenção da transparência das ações do BC, sua utilidade não é necessariamente comprovada. Portanto, bancos centrais com maior grau de independência, como os da Suíça, Alemanha e Estados Unidos, não adotavam explicitamente metas de inflação até o ano 2000, considerando suficiente o compromisso do governo em buscar o melhor nível de bem-estar para a sociedade (Mendonça, 2000).

A justificativa para a política recessiva de 2003 baseava-se na ideia de que este seria um ano de modificações. Palocci afirmava isso, por exemplo, em seu discurso de 22 de maio de 2003, no XV fórum nacional, ao mencionar que o Estado brasileiro havia assumido compromissos ao longo de décadas que excediam sua capacidade de honrar, e não alocou eficientemente os recursos obtidos. Portanto, a nova política econômica visaria o "equilíbrio macroeconômico para restabelecer as condições para o aumento dos investimentos", tanto públicos quanto privados. Ainda afirmava Palocci que o ajuste de longo prazo das contas públicas é vital para que o setor público desarme a armadilha do endividamento novo para cobrir dívida velha, num círculo vicioso que levou a dívida líquida do setor público a atingir 62% do PIB no ponto mais alto das tensões do outro ano.

No que diz respeito à renovação do acordo com o FMI em 2004, o Ministro da Fazenda falava que, conforme a emenda aprovada em 2003 ao artigo 192 da Constituição, o governo mantinha o compromisso de aprovar uma lei para aumentar a transparência e conceder autonomia operacional ao Banco Central do Brasil. Este artigo estabelecia que o sistema financeiro nacional deveria ser estruturado de maneira a promover o desenvolvimento equilibrado do país e atender aos interesses da coletividade, sendo regulamentado por uma lei complementar que abordaria diversas questões de relevância social e nacional. Do ponto de vista de mercado, as políticas monetárias e fiscal ortodoxas implementadas, incluindo o aumento da meta de superávit primário de 3,75% em 2002 para 4,25% do PIB em 2003, juntamente com o aumento da taxa de juros básica Selic de 19,5% ao ano em 2002 para 23,1% em 2003, conforme mostra o BC, resultaram na conquista de credibilidade junto ao FMI e

investidores do mercado financeiro nacional e internacional. O que contribuiu para a redução do grau de risco do país, levando à diminuição do prêmio cobrado sobre os títulos brasileiros e à valorização da moeda brasileira no mercado internacional, atingindo valores equivalentes a 100% do valor nominal no final do primeiro ano do governo de Lula. (Barbosa e Souza, 2010)

No início de 2003, a taxa de juros estava em 25%. Meirelles, ao assumir o Comitê de Política Monetária (COPOM), inicialmente elevou a taxa Selic para 26,5%, freando apenas no segundo semestre do ano. Já em 2004, a taxa já havia diminuído para 16%. Durante a crise de 2009, atingiu seu ponto mais baixo desde a criação do COPOM em 1999, chegando a 8,75%, conforme o BC.

O Banco Central do Brasil, em 2003 não conseguiu alcançar a meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), devido ao chamado efeito Lula. A vitória do candidato do PT, foi interpretada por parte da sociedade brasileira como indicativo de uma possível moratória da dívida pública. O que levou a uma “fuga” de capital, resultando em um aumento na taxa de câmbio. No primeiro ano do governo Lula, foi necessário lidar com esse problema aumentando tanto a taxa de juros quanto o superávit primário. (Barbosa, 2011, p. 1)

O ano de 2005 teve início com COPOM mantendo um papel intransigente que caracterizou a condução da política monetária brasileira desde o segundo semestre de 2004. Devido à proximidade do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) com o limite superior da meta no ano anterior, o Copom implementou aumentos mensais de 0,5 pontos percentuais na taxa de juros até março. A partir de março até maio, passou a realizar aumento de 0,25 pontos percentuais na taxa Selic. De maio a agosto, manteve-se a taxa mais elevada do ano, permanecendo estável em torno de 19,75%, e a partir daí começou a apresentar uma tendência de redução, alcançando 18% em dezembro, informou o Copom em nota.

Conforme o Copom (2014), o aumento da taxa Selic até maio (e sua manutenção em 19,75% até agosto) foi justificado pela acomodação da demanda agregada em crescimento. A preocupação com o risco de não cumprir a meta de inflação estabelecida para o ano (4,5%, com bandas de 2,5%) também explicou essa política monetária, devido a alguns pontos localizados de pressão na inflação corrente e à deterioração do cenário externo. Em contrapartida, a partir de agosto, a Selic começou a declinar, principalmente devido à perspectiva de controle da inflação (observou-se que o aumento nos preços domésticos dos combustíveis estava contribuindo significativamente para esse cenário). A taxa Selic foi reduzida mesmo diante do aumento nos preços do petróleo (Brasil, 2006). A inflação para o ano fechou em 5,69%, ficando 1,19 pontos percentuais acima do núcleo da meta, mas 1,31 pontos abaixo do limite superior.

A partir do segundo semestre, a decisão de aumentar a taxa Selic em um ritmo menos acelerado indicou uma possível reversão do ciclo restritivo da política monetária, gerando estímulo para o consumo e investimento nesse período. No entanto, o cenário econômico enfrentou desafios, como a quebra da safra, incertezas políticas e ajustes nos estoques industriais, resultando em uma desaceleração do crescimento econômico no quarto trimestre.

Em resumo, o Produto Interno Bruto registrou um crescimento de 3,2% ao longo do ano de 2005, impulsionado pelo aumento da demanda doméstica. (IBGE, 2007)

Em 2006, a taxa Selic iniciou janeiro em 17,25%, sendo reduzida em 0,75 pontos percentuais em março e abril. O recém-empossado ministro Guido Mantega, em uma entrevista ao jornal Folha de São Paulo, vinculou a qualidade do relacionamento com o Banco Central à manutenção do declínio da taxa de juros, afirmando que estariam perfeitamente alinhados enquanto o BC mantivesse a redução dos juros. Além da preocupação com a diminuição da taxa de juros, o ministro expressou sua inquietação com o nível da taxa de câmbio, uma preocupação compartilhada por empresários que temiam a perda de competitividade de seus produtos em relação aos importados, tanto no mercado interno quanto externo.

Ao contrário de seu antecessor, o novo ministro reconheceu a existência de uma sintonia perfeita dentro do governo entre os três membros da junta orçamentária, formada pelo Ministério do Planejamento, Ministério da Casa Civil e Ministério da Fazenda. Todos concordavam que era necessário um superávit menor, com aumento de investimentos, e que um superávit de 4,25% seria suficiente para garantir a sustentabilidade da dívida pública a médio e longo prazos. No ano de 2006, a principal preocupação do Ministério da Fazenda passou a ser o nível da taxa de câmbio, resultando em uma política que demandava a intervenção contínua do Banco Central e do Tesouro, por meio da compra de dólares, para evitar a valorização do real em relação ao dólar. (IPEA, 2014)

Em 2007, o Comitê de Política Monetária (COPOM) definiu a taxa de juros Selic em 13% para o mês de janeiro<sup>8</sup>, representando uma redução de 0,25 pontos percentuais em relação a dezembro. Essa decisão refletiu a continuidade da estratégia de política monetária adotada no ano anterior. O viés de redução da taxa Selic persistiu nas reuniões subsequentes, estabelecendo-se em 12,75% em março e 12,5% em abril. A partir de abril, a taxa Selic passou por cortes mais expressivos, diminuindo 0,5 pontos percentuais em junho e julho, consecutivamente. Em setembro, a taxa Selic foi fixada em 11,25%, mantendo-se nesse patamar nas reuniões de outubro e dezembro, resultando em uma diminuição de aproximadamente 13,46% ao longo do ano. (Senado Federal, 2008, p. 6)

A inflação medida pelo IPCA foi de 4,46%, ficando 0,04 pontos percentuais abaixo da meta estabelecida para o ano. O Copom justificou a cautela inicial em relação aos cortes devido à aceleração do IPCA no primeiro semestre de 2007. Essa aceleração foi atribuída ao impacto da evolução dos preços externos das principais commodities, juntamente com a flutuação dos

---

<sup>8</sup>Entrevista com Ricupero disponível no site do senado :Elevação de juros afetar o mercado interno. (2008)

preços, influenciada pelos efeitos do crescimento do emprego e renda, oferta de crédito e transferências governamentais. Mesmo sendo considerados eventos passageiros, esses fatores exigiram dos formuladores de política econômica uma abordagem mais cautelosa. O Copom destacou que o maior corte posterior nas taxas resultou dos estímulos provenientes do setor externo, além da expansão dos investimentos em um ambiente percebido como propício ao crescimento sustentado. De acordo com o Copom, o crescimento do PIB em 6,1% foi impulsionado por diversos componentes da demanda agregada, incluindo a expansão do investimento, crescimento da indústria, construção civil, aumento do consumo das famílias e resultados positivos no setor primário, especialmente na agricultura. (BC, 2023, p. 8)

Já em abril de 2008, um novo ciclo teve início, com o COPOM elevando a taxa Selic para 11,75%. Este ciclo perdurou até março de 2010, quando a taxa atingiu 8,75% ao ano. O pico da taxa de juros foi de 13,75% ao ano, conforme o histórico da taxa de juros disponível no banco central.

Em janeiro de 2009, o COPOM a reduziu, deixando em 12,75%. O término do terceiro ciclo e o início do quarto foi em março de 2010, quando a Selic aumentou de 8,75% para 9,50% ao ano. A taxa de juros em dezembro de 2010, situando-se em 10,75%, provavelmente aumentaria nos meses subsequentes, segundo o relatório de inflação do BC, 2010.

As taxas de juros, tanto no auge quanto nas quedas, têm demonstrado uma tendência de diminuição. Esse fenômeno está relacionado à redução da taxa de juros natural da economia, que era inicialmente elevada durante o governo de Lula e gradualmente diminuiu ao longo de seu mandato. Essa diminuição está vinculada à queda nas taxas de juros dos títulos da dívida pública brasileira, impulsionada por duas razões principais.

A primeira foi a decisão do Presidente Lula de prezar os contratos e efetuar o pagamento da dívida, resultando em uma redução do risco Brasil e sua manutenção em níveis baixos ao longo do tempo. A segunda razão para a diminuição nas taxas de juros da dívida pública brasileira foi o excesso de liquidez global. A taxa SELIC é influenciada pela taxa da dívida pública brasileira devido à existência de títulos, as Letras Financeiras do Tesouro (LFT's), indexadas à taxa do Banco Central. A arbitragem nos mercados financeiros ocasiona a taxa de juros no mercado interbancário de reservas, a taxa SELIC, seja igual à taxa de juros dos títulos públicos. (Barbosa, 2011, p. 52)

Essa peculiaridade brasileira, onde a liquidez no país é remunerada pela mesma taxa de juros dos títulos de longo prazo, persiste devido à falta de ações por parte do Banco Central

durante o governo de Lula. Como resultado, o Brasil continua liderando a competição de taxas de juros de curto prazo entre os bancos centrais mundiais.

### **4.3 Governo Dilma (2011 – 2016)**

O governo de Dilma Rousseff (2011 – 2016) iniciou com deslanches positivos da política econômica implementada durante os mandatos do Presidente Lula para combater a crise de 2008. Essa abordagem permitiu rápida recuperação da economia em 2010, resultando em uma significativa redução da taxa de desemprego que foi mantida nos anos subsequentes, até o final de 2014. Apesar disso, durante o primeiro mandato de Dilma, observou-se uma desaceleração do crescimento econômico.

O debate sobre a desaceleração do crescimento a partir de 2011 e a recessão de 2015 frequentemente se concentrou na condução da política fiscal, muitas vezes relacionada ao cumprimento das regras fiscais. No ano de 2011, marcado pelo início do governo Dilma, fatores como o efeito do ciclo político no primeiro ano de mandato e uma tentativa de reduzir a influência da política fiscal em favor da política monetária foram evidentes. Após a rápida recuperação da crise e o surgimento de preocupações com a aceleração da inflação, ocorreram alterações na abordagem da política econômica. Isso incluiu a reversão da política fiscal expansionista dos anos anteriores, juntamente com o início da redução da taxa de juros pelo Banco Central. O superávit primário foi ampliado, e houve contenção no ritmo de crescimento das despesas.

No início do governo de Dilma, o PIB apresentou uma taxa média de crescimento anual de 0,9% e 2,2% nas atividades econômicas no quarto trimestre, conforme o IBGE (2013). Apesar de ser um crescimento significativo, ainda se torna inferior à média em economias globais, pois as taxas chegavam em cerca de 2,9% a 3,4%, em um mesmo período, segundo o boletim Focus, divulgado pelo Banco Central em 2013. Já em seu segundo mandato, a condição econômica do país, entrou em decadência.

O Brasil estava imerso em um contexto de crescimento econômico limitado, apesar da inflação estar contida e alinhada com as metas estipuladas para o momento. A taxa de emprego mantinha-se alta, assim como o aumento na renda, embora ocorresse em proporções cada vez menores. Os objetivos de controle da inflação, a adoção do câmbio flexível e a busca por superávits primários persistiram como pilares da política econômica, esses que vem sendo

trabalhado desde os governos anteriores. Conseqüentemente, elevando as taxas de juros e propensão no real.

Em 2011, a então presidente, exerceu uma postura alinhada com a política de metas inflacionárias. Prosseguindo com o aumento das taxas de juros assim como os impostos sobre as operações financeiras, restringindo o crédito e controlando os gastos públicos, além de elevar os níveis compulsórios, e lembrando que os investimentos em programas sociais não foram reduzidos.

O objetivo dessas medidas foi conter a inflação sem recorrer a aumentos expressivos nas taxas de juros (Sicsú, 2013). A política cambial, que implicava na valorização da moeda, também foi mantida. As medidas adotadas no primeiro semestre de 2011, aliadas ao ressurgimento da crise internacional e à crescente deterioração das contas externas, resultaram em uma desaceleração mais intensa do Produto Interno Bruto (PIB) em 2011, registrando um crescimento de 2,73% (IPEADATA, 2015, p. 195).

Posteriormente, a postura mais intervencionista do governo e mudanças em alguns marcos institucionais, desaprovados por setores da burguesia, contribuíram para inibir o investimento. A persistente valorização da moeda, decorrente em grande parte da política macroeconômica neoliberal, que historicamente prejudicava a indústria, também desestimulava a acumulação de capital no setor. Esse cenário minou o apoio do setor ao governo, uma tendência que se intensificou ao longo do governo Dilma.

Mesmo com a inflação persistente, a partir de agosto de 2011, Dilma iniciou uma redução cautelosa e tardia da taxa básica de juros, que atingiu 7,25% em outubro de 2012, aproximando-se, em termos reais, das taxas praticadas na maioria dos outros países. A expectativa do governo era estimular o consumo e o investimento, reduzir o peso da dívida pública em relação ao PIB e conter a entrada de capital estrangeiro, que exercia forte pressão na valorização do câmbio. (IPEADATA, 2015)

Entre 2012 e 2013, as taxas de juros foram mantidas em níveis relativamente baixos, quando comparadas com o restante da série temporal, como parte de uma estratégia para estimular o consumo por meio da oferta de crédito. Esse mecanismo foi crucial para sustentar o crescimento da economia brasileira durante esse período.

No entanto, em 2014, em um momento em que a indústria já enfrentava a redução de seus lucros, houve um aumento nas taxas de juros. Esse aumento, ocorrendo em um momento delicado para o setor industrial brasileiro, resultou em uma diminuição dos investimentos

privados, agravando ainda mais a desaceleração econômica. Esse fenômeno pode ser identificado como o "efeito *crowding out*"<sup>9</sup>, que ocorre quando o aumento da taxa de juros leva à retração dos investimentos privados (Gentil; Herman, 2017).

No ano de 2015, a taxa de juros experimentou um aumento significativo, passando de 10,90% em 2014 para 14,25% em 2015. Essa elevação teve como objetivo conter a alta inflação, que atingiu 10,67% no ano, sendo impulsionada pelo aumento dos preços administrados. A taxa de juros permaneceu elevada ao longo de 2016, resultando na desaceleração da inflação. (BCB, 2015).

Durante o período de 2011 a 2013, o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro apresentou resultados positivos, impulsionados principalmente pelo estímulo ao consumo interno, promovido pelo aumento da oferta de crédito. Nesse intervalo, o mercado de trabalho permaneceu favorável, e os programas governamentais de redistribuição de renda foram mantidos. (IBGE, 2013)

A partir de 2014, houve uma deterioração nos indicadores de confiança tanto de empresários quanto de consumidores, resultando em uma diminuição do consumo das famílias devido à desaceleração dos mercados de trabalho e do crédito. Esses fatores contribuíram para um crescimento do PIB de apenas 0,1%. A perda de dinamismo também foi influenciada pelo aumento da taxa de juros, que impactou negativamente o ritmo de produção das indústrias, conforme detalhado no Relatório Anual do Banco Central de 2014, p. 25

Nos anos subsequentes, 2015 e 2016, foram observados aumentos consecutivos na taxa de juros, resultando em uma queda ainda maior nos investimentos e no consumo. Além disso, houve uma diminuição da confiança por parte dos agentes econômicos. Nesse período, ocorreu um ajuste macroeconômico, culminando em dois anos consecutivos de recessão significativa. No ano de 2015, a queda na confiança dos agentes foi agravada por eventos não econômicos recorrentes, como a instabilidade política relacionada ao início das discussões sobre o *impeachment* da então presidenta Dilma Rousseff. (Agencia do Senado, 2016)

O resultado primário apresentou uma deterioração ao longo do período analisado, principalmente devido à queda do Produto Interno Bruto (PIB). A crise econômica enfrentada pelo país, especialmente a partir de 2014, ano em que foi registrado o primeiro déficit do período em análise, resultou em uma diminuição na arrecadação de impostos, uma vez que a maior parte dessa arrecadação é baseada no consumo.

---

<sup>9</sup> quando o governo aumenta os gastos públicos, para expandir a economia, mas o efeito é anulado devido ao aumento das taxas de juros e consequente diminuição dos investimentos privados

As duas quedas consecutivas do PIB nos anos de 2015 e 2016 agravaram ainda mais esse déficit. Além disso, os gastos governamentais foram mantidos com o mesmo ritmo de crescimento do período em que o PIB estava em ascensão. Em 2016, foi registrado o pior déficit primário da série histórica, totalizando R\$ 155,8 bilhões (2,47% do PIB) – o maior da série histórica do BC, iniciada em 2001 (BCB, 2017).

A redução da relação entre a Dívida Líquida do Setor Público e o Produto Interno Bruto (DLSP/PIB) nos anos de 2011 a 2013 foi resultado do bom desempenho do superávit primário, do crescimento do PIB corrente, da depreciação cambial observada no período e do reconhecimento de ativos, além do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida conforme o (IPEA, 2014, p. 52)

Com o aumento da taxa de juros, a queda do PIB e, conseqüentemente, a redução do resultado primário do governo, a relação DLSP/PIB aumentou a partir de 2014, com destaque para o ano de 2015. Isso se deve à queda do denominador da equação, o PIB, e à diminuição da arrecadação, resultando na necessidade de um aumento no financiamento do setor público. Outros fatores que contribuíram para o aumento dessa dívida incluem a apropriação de juros nominais e o ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, com ênfase no aumento das parcelas vinculadas à taxa Selic e aos índices de preços em 2014, e o aumento da parcela credora vinculada ao câmbio em 2015 (BCB, 2014, p. 37).

Conforme Blanchard (2004), quando há um aumento nas taxas de juros, é esperado que a moeda se valorize devido à entrada de capitais. No entanto, o resultado pode ser o oposto devido ao aumento da dívida pública. No Brasil, durante o período analisado, observou-se o segundo cenário, caracterizado por uma depreciação cambial.

A elevação entre a Dívida Líquida do Setor Público e o Produto Interno Bruto, e, conseqüentemente, o aumento do nível de necessidade de financiamento do setor público, refletiram em uma desvalorização da moeda em relação ao dólar, intensificando-se a partir de 2015.

Isto pode ser explicado pelo aumento do risco país devido à maior necessidade de financiamento do setor público. O que provoca uma retirada de investimentos financeiros do país, reduzindo a disponibilidade de dólares e, resultando em uma desvalorização cambial. Nos anos de 2015 e 2016, quando ocorreram as maiores desvalorizações cambiais da série, também houve uma melhoria no saldo da Balança Comercial devido ao estímulo às exportações, aumento nos preços das commodities e à valorização das exportações. (Barbosa Filho, 2017)

Nesses anos, a inflação não foi tão significativamente afetada pelos efeitos da crise econômica e política no país, mantendo-se dentro da meta estabelecida pela autoridade monetária de 4,5%, com uma oscilação permitida de até 2 pontos percentuais acima ou para baixo. (IPEA, 2015, P. 235)

Apenas com restrição no ano de 2015, quando a inflação passou para o valor de 10,67%. Esse aumento foi impulsionado pelos preços livres, com destaque para a elevação significativa no preço do etanol, e, principalmente, pelos preços monitorados, sendo o aumento no custo da energia elétrica o principal responsável por essa aceleração (BCB, 2015).

A elevação da inflação em 2015 resultou em um aumento nas taxas de juros, impactando negativamente a renda disponível no setor privado e exercendo efeitos adversos sobre o consumo, que vinha sendo o motor da economia durante aqueles anos, além de influenciar a oferta de crédito. Aos demais anos, a inflação manteve-se em torno dos 6%.

Dessa forma, é possível inferir que o aumento da taxa de juros a partir de 2014, sem um aumento significativo na inflação causada pelos preços livres, resultou em uma redução mais acentuada dos lucros das empresas, provocando, como resultado, uma diminuição correspondente nos investimentos privados.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao examinar essas teorias de forma integrada, conclui-se que não é possível oferecer uma explicação única para o problema das elevadas taxas de juros no Brasil, uma vez que se trata de um fenômeno complexo com raízes entrelaçadas. Entre essas razões, destacam-se: I) o elevado endividamento público, impactando a percepção de risco dos agentes econômicos e exigindo, assim, uma compensação através de uma taxa de risco mais elevada; II) a presença de fragilidades institucionais que impedem a proteção adequada dos direitos dos investidores nos contratos, resultando em um aumento das taxas de juros; III) o histórico de inflação elevada e volátil, tornando necessário que o Banco Central eleve a taxa de juros de referência para conter a inflação; e IV) a existência de canais que dificultam a eficácia da transmissão da política monetária, levando a autoridade monetária a aumentar ainda mais a taxa de juros.

Contudo, o crescimento das taxas de juros resultou na desvalorização cambial, elevando também o montante de juros a serem pagos por investimentos em títulos do governo, o que ocasiona impacto negativo nos apuramentos da Dívida Líquida do Setor Público. A consequência dessa conjunção, foi uma desaceleração no crescimento econômico, aumento da dívida líquida, deterioração nos resultados primários e, por conseguinte, uma ampliação na necessidade de financiamentos.

Por outro lado, as operações compromissadas, que são títulos de curto prazo com opção de recompra, substituíram as LFTs na composição da dívida pública. Elas desempenham um papel muito mais significativo do que originalmente previsto, principalmente no controle dos encaixes monetários entre os bancos. O uso dessas operações para esterilizar reservas cambiais e financiar bancos públicos visando estimular a economia com taxas de longo prazo resultou em uma elevação excessivamente alta da taxa de juros implícita da dívida.

Parece evidente que o Brasil necessita de um modelo de desenvolvimento mais alinhado com a realidade econômica, política e social do país. O Modelo de Desenvolvimento Orientado pelo Mercado (MLP) não parece satisfazer as necessidades da população brasileira, apresentando resultados apenas medianos tanto no que diz respeito ao crescimento econômico quanto ao desenvolvimento humano nacional. Dessa forma, é imperativo buscar alternativas, seja através de uma transformação radical nos padrões existentes ou adaptando as estruturas vigentes para uma proposta mais condizente com as exigências da maioria da população.

## 6 REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, C. M. de *et al.* **Gestão de finanças públicas: fundamentos e práticas de planejamento, orçamento e administração financeira com responsabilidade fiscal.** 2. ed. Brasília: Editora Gestão Pública, 2008.

A polêmica sobre a taxa de juros no Brasil. 01. Ed. Rio de Janeiro: Geraldo Santana de Camargo Barros, 2023. Coordenador Científico da USP. Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/opiniaio-cepea/a-polemica-sobre-a-taxa-de-juros-no-brasil.aspx>. Acesso em: 13 ago. 2023.

ARIDA, P. *et al.* Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: Giavazzi, F.; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, S. (ed.). **Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003.** Cambridge: MIT, 2005. p. 265-293.

ARIDA, P. Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica. In: BACHA, E.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (ed.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.** Rio de Janeiro: IEPE/CdG, 2005. p. 22-45.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Departamento de estudos e pesquisas – DEPEP. Juros e spread bancário no Brasil, 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Departamento de Estudos e Pesquisas. Juros e Spread Bancário no Brasil, 1999. Disponível em: [www.bcb.gov.br/ftp/juro-spread.pdf](http://www.bcb.gov.br/ftp/juro-spread.pdf). Acesso em 05 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação: dez. 2002. Relatório de Inflação, Brasília, v. 4, n. 4, p. 1-188, dez., 2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=p&ano=2004&acaoAno=ABRIR%mes=06&acaomes=06&acaomes=ABRIR>.

BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. “A inflexão do Governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda”. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs). *Brasil: Entre o passado e o futuro.* São Paulo: Boitempo, 2010

BARBOSA, F. H. *Economia & Tecnologia - Ano 07, Volume Especial – 2011*

BARBOSA FILHO, F. H. A crise econômica de 2014/2017. São Paulo: Estud. av. vol.31 no.89 Jan./Apr. 2017.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Relatório Anual 2003. Volume 39.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Relatório Anual 2005. Volume 41. Brasília, 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Boletim do Banco Central do Brasil”. Relatório Anual 2011. Brasília, v. 47, jul. 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Boletim do Banco Central do Brasil”.

Relatório Anual 2012. Brasília, v. 48, ago. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Boletim do Banco Central do Brasil”. Relatório Anual 2013. Brasília, v. 49, jul. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Boletim do Banco Central do Brasil”. Relatório Anual 2014. Brasília, v. 50, mar. 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Boletim do Banco Central do Brasil”. Relatório Anual 2015. Brasília, v. 51, set. 2016

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Relatórios Mensais da Dívida de anos anteriores. 2016. Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/-/relatorios-mensais-da-divida-de-anos-anteriores>. Acesso em: 14 nov. 2023

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB – Relatório Anual (diversos anos). Disponível em: [http://www.bcb.gov.br/pre/bc\\_atende/port/fgc.asp?idpai=portalbcb&id=fgcfaq](http://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/fgc.asp?idpai=portalbcb&id=fgcfaq). Acesso em: 08 dez. 2023

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema de Expectativa de Mercado. Séries de estatística consolidadas. Relatório Focus. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>. Acesso em: 08 dez. 2023

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema de Expectativa de Mercado. Séries de estatística consolidadas. Relatório Focus. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>. Acesso em: 05 fev. 2024.

BARROS, G. S. de C. A polêmica sobre a taxa de juros no Brasil. **CEPEA**, São Paulo, 2023. Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/opiniao-cepea/a-polemica-sobre-a-taxa-de-juros-no-brasil.aspx>. Acesso em: 05 fev. 2024.

BARBOSA, N. Relembrando a evolução recente da dívida líquida. **Blog do FGV IBRE**, 2020. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/relembrando-evolucao-recente-da-divida-liquida>. Acesso em: 05 fev. 2024.

BELLUZZO, L. G.; CARNEIRO, R. O paradoxo da credibilidade. **Política Econômica em Foco**, n. 2, p. 1-10, 2003.

BIASOTO JUNIOR, G. As dúvidas da sustentabilidade. **Política Econômica em Foco**, n. 2, p. 54-65, 2003.

BLANCHARD, O. **Journal of Economic Perspectives**, v. 1, n. 10389, p. 1-35, 2004.

BRESSER-PEREIRA, L.; NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3, p. 146-80, 2009.

CARVALHO, F. C. *et al.* **Economia monetária e financeira**. Rio de Janeiro: Campus.

2007.

CAMPOS, A; LEOPOLDO, R. F. S. Tesouro e BC precisam de gestão conjunta Para melhorar dívida pública. **Repercussão na Agência Estado do seminário sobre Política fiscal (Insper)**, Brasília, 2015.

CERISOLA, M.; GELOS, G. What drives inflation expectations in Brazil? An empirical analysis. **Applied Economics**, n. 41, p. 1215-27, 2009.

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

CUSINATO, R. *et al.* Decomposição de inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014. **Banco Central do Brasil**, n. 440, p. 4-23, 2016.

DIEESE. Nota técnica – O câmbio e suas influências na economia. n. 24. São Paulo: DIEESE, 2006. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2006/notatec24cambio.html>. Acesso em: 05 fev. 2024.

DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL: Relatório Anual 2014. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, n. 12, jan. 2015

EUZÉBIO, G. L. Juros - precisa cair mais - taxas cobradas das pessoas físicas ainda são extorsivas. **IPEA**, Brasília, ano 6, ed. 53, 2009. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com\\_content&view=article&id=1250:rep-ortagens-materias&Itemid=39](https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=1250:rep-ortagens-materias&Itemid=39). Acesso em: 05 jan. 2024.

FMI: FMI conclui a Primeira Revisão do Acordo Stand-By com o Brasil (Tradução de texto divulgado pelo FMI em Washington; 19/12/2002. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/releases/2002/r021219e.asp>. Acesso em: 02 dez. 2023

FRANCO, G. A inflação (a nova) e a política monetária (a velha). **Revista Veja**, 2005.

GADELHA, S. R. de B. **Introdução ao orçamento público**. Módulo 3: a dívida pública e o financiamento orçamentário. Brasília: ENAP, 2017. Disponível em: <http://repositorio.enap.gov.br/handle/1/3169>. Acesso em: 05 fev. 2024.

GASPARIAN, F. **A luta contra a usura**. São Paulo: Graal, 1991.

GERSCHENKRON, A. **Economic backwardness in historical perspective: a book of essays**. Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press, 1962.

GENTIL, D.; HERMANN, J. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: ortodoxia e retrocesso. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. 3, p. 793-816, 2017.

GIAMBIAGI, F. **Economia brasileira contemporânea (1945-2005)**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005.

GIAMBIAGI, F. Rompendo com a ruptura: o governo Lula. *In*: GIAMBIAGI, F. *et al.* (org.). **Economia brasileira contemporânea**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2011. p.

197-238.

IBGE [www. http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/lista\\_tema.aspx?op=0&no=12](http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/lista_tema.aspx?op=0&no=12). Consulta em 02/11/2023

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e estatística. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br>. Acesso em: 05 fev. 2024.

IPEADATA. Disponível em: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Acesso em: 02 nov. 2023.

IPEADATA. Dívida interna - setor público - líquida. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso em: 10 out. 2023.

IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Brasil em Desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas*. Brasília: IPEA, 2010. v.1 em 3. (Brasil: o Estado de uma Nação).

KEYNES, J. M. **A Treatise on Money**: the applied theory of money (vol. II). Londres: Macmillan, 1930.

LAILER, D. **Essays on money and inflation**. Manchester: Manchester University Press, 1975.

MATTOSO, J.; BALTAR, P. Estrutura econômica e emprego no Brasil: a experiência recente. *In: REIS VELLOSO, J. (org.). Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: J. Olímpio, 1997. p. 294-314.

MENDONÇA, H. F. A teoria da independência do banco central: uma interpretação crítica. **Estudos Econômicos**, v. 30, n. 1, p. 101-127, 2000.

MENDONÇA, M.; MOREIRA, T.; SACHSIDA, A. **Regras de políticas monetária e fiscal no Brasil: Evidências empíricas de dominância monetária e dominância fiscal**. Texto para discussão, n. 2.310. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2017.

MESQUITA, M. A política econômica do governo Dilma: a volta ao experimentalismo. *In: CENTRO de Debates de Políticas Públicas. Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil*. São Paulo: CDPP, 2014. p. 3-15.

MESQUITA, M.; TORÓS. M. Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008. **Banco Central do Brasil (trabalhos para discussão)**, n. 202, p. 1-39, 2010.

MINELLA, A. *et al.* Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. **Journal of International Money and Finance**, v. 22, n. 7, p. 1015-1040, 2003.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Política Econômica e Reformas Estruturais*. Brasília, abril de 2003

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Programa de aceleração do crescimento - PAC. Disponível em: <http://www.brasil.gov.br/pac/>.

MODENESI, A.; MODENESI, R. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 3, p. 389-411, 2012.

MODENESI, A.; ARAÚJO, E. A Importância do Setor Externo na Evolução do IPCA (1999-2010): uma análise com base em um modelo SVAR. *In*: Encontro Nacional de Economia, 38., 2011, Salvador. **Anais [...]**. Salvador: ANPEC, 2011. p. 1-20.

OLIVEIRA, D. de P. R. de. **Planejamento estratégico**: conceitos, metodologia, práticas. 28. ed. São Paulo: Atlas S. A, 2010.

OLIVEIRA, G. C.; CARVALHO, C. E. Indexação e comportamento pró-cíclico da dívida pública mobiliária federal interna no Brasil. **Análise econômica**, v.28, n. 53, p. 7-36, 2010

OREIRO, J. L. A Selic e o dilema entre a inflação e o crescimento. *Gazeta mercantil*, 2004.

OREIRO, J. L. Preferência pela liquidez, racionamento de crédito e concentração bancária: uma nova teoria pós-keynesiana da firma bancária. **Estudos Econômicos**, v. 35, n. 1, p. 101-131, 2005.

OTTA, L. A. Manobra garante melhora no perfil da dívida pública. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 15 jul., 2013.

PALLOCI, A. F. Política econômica e reformas estruturais. Publicação de abril de 2003, p. 12

PATINKIN, D. **Dinheiro, juros e preços: uma integração da teoria monetária e do valor**. 2. ed., Nova York: Harper and Row, 1965.

PAULA, L. F. R. de; PIRES, M. C. de C. Dilemas da política econômica no Brasil. *In*: MODENESI, A. de M. *et al.* **Sistema financeiro e a política econômica em uma era de instabilidade**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2012, p. 191-200.

PIRES-ALVES, C.; MODENESI, A. Determinantes da inflação no Brasil após o Plano Real: uma abordagem micro-macro integrada. Rio de Janeiro, 2012. p.1-9.

RELATÓRIO de acompanhamento fiscal. **Senado Federal**, Brasília, 2021. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2021>. Acesso em: 05 fev. 2024.

SACHSIDA, A.; SCHETTINI, B. P.; GOUVÊA, R. R. Inflação, desemprego e choques cambiais: estimativas var para a economia brasileira. **Análise Econômica**, ano 35, n. 67, p. 297-322, 2017. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/57948>. Acesso em: 05 jan. 2024.

SALTO, F. É preciso acabar com o “overnight” do BC. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 12 de Fevereiro de 2015.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Manual de contabilidade aplicada ao setor público. 2. ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Coordenação-Geral de Contabilidade, 2009.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Banco Central do Brasil. Resultado Fiscal do Governo:

Dados Abaixo da Linha (BACEN). Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, setembro de 2014

SEGURA-UBIERGO, A. The puzzle of Brazil's high interest rates. IMF Working Papers, n. 62, p. 1-20, 2012.

SICSÚ, J. **Dez anos que abalaram o Brasil**. Rio de Janeiro: Geração, 2013.

TANZI, V.; BLEJER, M. I.; TEJEIRO, M. O. Inflation and the measurement of fiscal deficits. **IMF Staff Papers**, v. 34, n. 4, p. 711-738, 1998.

TERRA, F. H. B. Uma interpretação pós-keynesiana do regime de metas de inflação: poderia a autoridade monetária ser capturada pelo sistema bancário? **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 38, p. 108-127, 2014.

WICKSELL, K. **Lectures on political economy**. New Yourk: Augustus M. Kelley, 1967.

