

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



**Gabriel Leme De Souza**

**CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA E RELAÇÃO  
ENTRE INFLAÇÃO E TAXA DE JUROS NO BRASIL PÓS PLANO  
REAL**

**Projeto de Monografia**

Orientador: Prof. Roberto Simonard

**Departamento de Economia**

Rio de Janeiro

Dezembro 2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



**Gabriel Leme De Souza**

**CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA E RELAÇÃO  
ENTRE INFLAÇÃO E TAXA DE JUROS NO BRASIL PÓS PLANO  
REAL**

**Projeto de Monografia**

Orientador: Prof. Roberto Simonard

**Departamento de Economia**

Rio de Janeiro

Dezembro 2022

Declaro que esse trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor.

As opiniões expressas nesse trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

## Agradecimentos

Gostaria inicialmente de agradecer meu professor orientador Roberto Simonard por fazer parte desse projeto. Gostaria de agradecer minha família pelo apoio emocional e financeiro durante meus anos cursando a PUC- RIO. Em especial gostaria de agradecer meu avô Luiz Betovem por ter me motivado e auxiliado quando escolhi meu curso. Por último gostaria de agradecer os grandes amigos que construí durante minha trajetória acadêmica na faculdade.

Relação de imagens :

Imagem 1 – Teoria qauntitativa da moeda

Imagem 2 – Efeito do Plano Real

Imagem 3 – Regra de Taylor

Imagem 4 – Taxa de juros 1995-2019

Imagem 5 – Equação de Fischer

Imagem 6 – Taxa de juros x Inflação 1995-2017

## **SUMÁRIO:**

### **1 - Introdução e motivação**

### **2- Método e dados**

### **3 - Referencial teórico**

### **4 - Contextualização histórica pré-Plano Real**

4.1- Atraso econômico acumulado no final da segunda metade do século XX

4.2 -Tese de planejamento de roberto Simonsen x tese de mercado competitivo de Eugênio Gudin

4.3 - Teoria quantitativa da moeda

4.4 - Recessão e ameaça de crise bancária

### **5 - Transição da política monetária do século XX para o século XXI**

5.1 - Teoria quantitativa da moeda e o sistema de Metas inflacionárias

5.2 - Estrutura a termo da taxa de juros

5.3 - Curva de Phillips

5.4- Regra de Taylor

5.5- Principais dificuldades da proposta

### **6 – Complicações políticas do século XXI**

6.1 – Ciclos político-econômicos

6.2 – Principais acontecimentos políticos e suas consequências a política monetária brasileira

6.3 – Circunstância atual

### **7- Formação da estrutura de preços no Brasil**

7.1- Teoria fiscal do nível de preços

7.2 - Preços administrados

7.3 - Preços tradeables X Preços non tradeables

7.4 - Modelo de equilíbrio geral

7.5 - Expectativas racionais e moeda como equilíbrio

## **8 - Juros e inflação**

8.1- Equação de Fisher

8.2- Neutralidade da moeda

8.3- Relevância da política monetária

8.4- Quantitative easing

## **9 – Conclusão e teoria em momentos históricos**

## **10 - Referências bibliográficas**

## 1- INTRODUÇÃO E MOTIVAÇÃO

A relação entre juros e inflação sempre foi um assunto extremamente pertinente quando se menciona os instrumentos de política monetária e seus resultados sob o cenário brasileiro. Desde um período pré-Plano Real, marcado por alguns fenômenos inflacionários, diversos dos principais economistas e pensadores se incluíram em um debate heterodoxo a respeito de dogmas técnicos e seus efeitos em um plano empírico. O que deu início a uma rica trajetória de embates intelectuais entre diferentes doutrinas econômicas a fim da elaboração de uma relação eficiente entre essas duas variáveis macroeconômicas.

Esse ponto é de extrema relevância quando se presta atenção em como essa relação está sendo explorada atualmente. Durante esse período, formaram-se as propostas a serem atualizadas e abraçadas por grandes economistas recentes que durante todo o período após o Plano Real foram os provedores de razão econômica a influenciar a postura do nosso Governo Federal.

Atualmente o Brasil se encontra sob um período de pressão inflacionária, muito influenciada pelo desequilíbrio fiscal após o ano de 2020 e a pandemia de COVID-19. Visto isso, sob a Ótica das últimas reuniões do COPOM, a taxa SELIC vem subindo de maneira expressiva. O principal ponto é entender a fundo essa relação analisando diferentes doutrinas e escolas econômicas e seus principais argumentos.

Logo após o Plano Real, o país adotou um regime de metas de inflação e reestruturou a taxa de juros para atender as necessidades de tal medida. Antigos modelos continuaram a ser utilizados e cada vez mais intenso se manteve o debate em relação à eficácia e utilidade da taxa de juros como variável real.

Outro argumento também se tornou extremamente relevante. Seria a estrutura histórica da formação de preços no país e a interação entre preços tradeables e preços non



tradeables. Sendo importante mostrar como o nível de preços poderia se ajustar a fim de satisfazer a restrição orçamentária do governo.

Dito isso, entra o debate que me motivou e me ajudou a estruturar como gostaria de abordar o assunto. O Insper promoveu em dezembro de 2017 uma resenha sobre a recém-lançada obra de André Lara Resende, “Juros, Moeda e Ortodoxia”, somada a um debate sobre os conteúdos do livro entre o autor e o presidente da instituição, Marcos Lisboa. O conteúdo que a obra aborda é justamente a relação entre a taxa de juros, inflação e a forma como antigas doutrinas e escolas influenciam a política econômica histórica.

Entretanto, durante esse debate um ponto me chamou muito atenção e me motivou a buscar um conhecimento e uma análise mais robusta ao pensar como estruturar este trabalho. Este objeto é justamente como a estrutura macroeconômica teórica, levando em consideração as principais linhas literárias, pode levar a um efeito de causalidade no momento de se chegar a conclusões. Dessa forma, tenho o intuito de aprofundar tais temas a fim de entender melhor a que nível a relação entre taxa de juros e inflação pode ser a força motriz de uma política econômica.

Consequentemente, espero entender qual nível de credibilidade à política monetária teórica tem em relação a influência sobre variáveis reais e como empiricamente isso poderia ser aplicado para resolver situações.

Outro ponto a ser analisado a fundo é a influência direta de linhas literárias teóricas em decisões econômicas em períodos históricos no Brasil. Isso porque, como está ocorrendo agora em relação ao COPOM subir juros para retrain as expectativas de inflação de volta para a meta, o efeito de causalidade pode estar presente em outras séries históricas por conta de uma confiança absoluta em um modelo teórico.

Portanto, pretendo chegar a uma diferenciação teórica da relação entre taxa de juros e inflação e entender como essa diferença pode prejudicar a eficácia da utilização de política monetária.

## 2 – MÉTODOS E DADOS

Os principais métodos a serem utilizados serão uma profunda análise literária e teórica a fim de conseguir definir linhas padronizadas entre o raciocínio de diferentes autores. Isso para agrupar diferentes vértices da análise de relação entre juros e inflação e definir quais modelos teóricos foram os mais próximos a serem ortodoxos.

Os principais modelos a serem considerados e explicados serão: Teoria quantitativa da moeda, Estrutura a termo da taxa de juros, Curva de Phillips, Regra de Taylor, Teoria fiscal do nível de preços, Regra de Fischer. Junto a uma contextualização histórica e política que permita uma análise completa do tema abordado dentro do período selecionado.

Desde o Plano Real , o cenário brasileiro foi marcado por diferentes ciclos político-econômicos que tiveram influência sobre as decisões do COPOM e BACEN a respeito de como regir política monetária e relacionar juros e inflação a fim de manter equilíbrio fiscal e estimular, dentro do possível, atividade econômica no país. Por isso , é de extrema importância estudar cada ciclo e suas características , a fim de definir uma relação entre os dados históricos e as teorias adotadas durante o período.

O intuito , como dito acima , é de cruzar essas três linhas: dados históricos, base teórica e contexto histórico-político. A fim de chegar em uma conclusão relevante a respeito de como juros e inflação caminham juntos no país. Para isso , farei análises individuais de cada uma das vertentes , para depois juntar os resultados e entender que relação pode ser definida a partir da análise.

### 3 – REFERENCIAL TEÓRICO

A base fundamental teórica do projeto vem de um debate promovido pelo INSPER em 2017 com o intuito de debater a recém lançada obra de André Lara Resende, “Juros, Moeda e Ortodoxia”. A conversa envolvia um discurso em relação aos temas do livro entre o autor e o presidente da instituição, na época, Marcos Lisboa. Durante o debate foram utilizados como argumento diversas teorias econômicas diferentes com embasamentos técnicos diversos. Isso me motivou, a estudar de maneira mais profunda essas diferentes linhas de pensamento teóricas e entender sua origem e aplicabilidade para o contexto econômico brasileiro. A conversa também conta com a presença dos economistas Pedro Duarte e Samuel Pessoa que têm participação impecável em levantar pontos teóricos e históricos em relação à política monetária moderna e o contexto histórico.

A discussão se inicia com alguns pontos teóricos citados na obra de André Lara Resende, como, a “Tese de planejamento” de Roberto Simonsen e a “Tese de mercado competitivo” de Eugênio Gudan, que foram duas das principais linhas de pensamento teóricas de análise do cenário de política monetária brasileira antes do plano real. A partir daí se faz um adendo a forma como se transigiu de uma teoria considerada ortodoxa durante o século XX, como a “Teoria quantitativa da moeda”, iniciada por David Hume e refutada por John Maynard Keynes, a teorias mais modernas como a de “Metas Inflacionárias” e de fixação de taxa de juros , através da “Regra de Taylor”, de John B. Talor , muito adotado no século XXI.

A partir desse discurso , se faz um adendo a “Curva de Phillips”, de William Phillips, e como se relaciona a alguns fenômenos monetários que justificariam uma mudança no pensamento “Mainstream” da teoria monetária atual em relação a “Teoria quantitativa da moeda”. Um desses pontos seria a “Teoria fiscal do nível de preços”, nascida na década de 80 em um artigo de Sargent e Wallace, seguindo o pressuposto que a ancoragem da expectativa do nível de preços depende da solvência do estado.

André Lara Resende faz um dessecamento da “Regra de Fischer”, de Irving Fisher, chegando a relação de sinalização do banco central às expectativas de inflação e assim invertendo sua relação. Sendo essa a principal teoria do “Modelo de Equilíbrio Geral” e fazendo uma grande referência a “Teoria da Neutralidade da Moeda”.

Pedro Duarte , durante o debate , faz um levantamento importante da teoria Keynesiana se referindo a elasticidade da moeda e argumenta a favor da “Teoria da Armadilha de Liquidez”. Levantando um argumento a favor da política fiscal como uma motriz quando falamos de inflação e caracterizando a partir daí parte do “Modelo IS-LM” , seguindo uma crítica de John Hicks a " Teoria Geral do Emprego” de John Maynard Keynes. Daí levanta um argumento em relação a diferença de eficácia de política fiscal e política monetária quando o assunto é equilíbrio , levantando um argumento de Franco Modigliani. Após isso , continuou o argumento teórico explicando uma divergência entre a opinião geral keynesiana e argumentos de timing e causalidade de Milton Friedman. Chegando assim em uma posicionamento geral da trajetória do argumento monetário em relação à inflação e juros durante o século XX.

Marcos Lisboa , leva seu argumento não direcionado a uma teoria ou linha teórica específica , mas à uma ciência sem ortodoxia , ou seja , sem uma linha teórica principal ou alguma narrativa que explique os fenômenos econômicos de maneira geral. Movido por sua base no “Modelo de Equilíbrio Geral”, segue o pressuposto que os demais modelos são figuras de linguagem, funcionam como métodos da resolução de um problema, mas julga a generalização ou ortodoxia como algo irracional. Daí generalizar maneiras de se utilizar modelos econômicos para testar qualquer resultado possível , ligando teoria ao empirismo , ligando teoria econômica e modelos econométricos empíricos. Argumenta depois a relação a comparação entre política fiscal e monetária em relação a transferência de recursos do governo para curto e longo prazo e volta à "Teoria Fiscal dos Preços”. A partir daí coloca suma importância no timing de qualquer política econômica quando se diz respeito a sua eficácia , sendo de suma importância a circunstância e momento para que qualquer política econômica tenha os efeitos necessários , seguindo assim uma linha ligada ao empirismo como maneira geral de se testar qualquer argumento teórico.

Dessa forma , não generaliza a relação entre taxa de juros e inflação no Brasil em algum modelo específico , mas sim possibilita a explicação sob qualquer modelo através de teste empíricos. Assim , faz uma grande crítica a eficácia de modelos teóricos quando levados à realidade, quando se segue uma ortodoxia de pensamento.

O debate entre as figuras econômicas citadas levantou o embasamento de pesquisa para se buscar conclusões sobre o assunto, principalmente pelas diferentes visões citadas como argumentos de cada estudioso e também por como as visões se complementam e podem chegar a um resultado impressionante se combinadas.

## **4 – CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA PRÉ-PLANO REAL**

### **4.1 - Atraso econômico acumulado no final da segunda metade do século XX**

Para iniciar a discussão da relação entre inflação e taxa de juros após o plano real é de suma importância entender o contexto histórico que precedia a política econômica brasileira. Caracterizado por um cenário histórico de atraso econômico e instabilidade política, o Brasil enfrentava um período de hiperinflação e precisava de mudanças drásticas em seu sistema monetário para poder pensar em equilíbrio do nível de preços.

A economia brasileira começou a década de 70 ainda sob uma ótica do Milagre Econômico, que iniciado durante a ditadura militar em 1968, seguia uma reestruturação do sistema financeiro proposta pelo ministro da fazenda Antônio Delfim Netto. O período foi marcado por grandes investimentos em infraestrutura, facilidade de empréstimos via mercado externo e apoio do governo a um processo industrial. Isso sem falar de medidas focadas em impedir um crescimento natural dos salários.

Durante os primeiros anos da década de 70, o país vivia uma época de prosperidade, marcado pelo I PND que facilitou um aumento de consumo interno via aumento do poder aquisitivo da classe média e facilidade de endividamento via investimento externo. O Momento foi caracterizado pela abertura do país a grandes empresas estrangeiras, principalmente do setor de eletrodomésticos e automóveis, e grandes incentivos federais à atividade comercial. Entretanto, um dos principais problemas enfrentados durante todo o século XX se mantém constante: Inflação Alta.

O cenário de prosperidade começou a se dissipar após a primeira crise do petróleo em 1974, em que o país se encontrou em situações complicadas uma vez que importava aproximadamente 80% do combustível e havia fechado negócio com grandes montadoras internacionais. A solução para o problema surgiu durante o governo do general Ernesto Geisel que criou o II PND, promovendo ainda mais a expansão

comercial do país.

O segundo plano tinha como foco uma expansão focada na substituição de importação de insumos e bens de capital, isso motivado pela primeira crise do petróleo. Isso , através da utilização de reservas cambiais e grandes empréstimos internacionais.

O primeiro choque do petróleo foi de certa forma contornado pelo II PND, entretanto a maneira como a expansão foi aplicada favorece apenas aos meios produtivos e fatores como igualdade e crescimento natural de salários continuavam deixados de lado. O que fez com que grande parte da população não pudesse aproveitar do crescimento e mesmo com grande capacidade produtiva , nosso mercado interno não dava conta de suprir a oferta.

Isso veio à tona durante a segunda crise do petróleo em 1979 , em que houve um aumento de juros no cenário internacional , o que gerou fuga de investimentos para outros países com mercados internos mais fortalecidos. O Brasil se encontra incapaz de manter os planos de expansão que estava seguindo a mais de uma década e ficou à mercê de um contínuo aumento nos níveis de preço.

A década de 80, chamada de “Década Perdida”, foi caracterizada por uma grave crise de endividamento externo, muito por conta da atitude extremamente expansionista via mercado de capitais internacional durante a década de 70. Outro ponto importante foi um impacto negativo sobre o preço e commodities também observado após o segundo choque do petróleo, isso afetava diretamente nosso nível de crescimento já que a exportação desse tipo de bem significava grande parcela do nosso PIB. Além disso, existia um grande problema referente a transferência de recursos , isso por que como o desenvolvimento durante o milagre econômico foi tipicamente do setor privado e o endividamento internacional era um problema do setor público , era necessária uma transferência através de emissão monetária ou oferta de títulos públicos para que a poupança privada se colocasse à disposição da rolagem da dívida pública. O que teria efeitos inflacionários e recessivos.

O processo de transferência de recursos entre setor privado e público direcionado a dívida internacional levantou um alerta do setor privado em relação ao nível de solvência do estado para bancar a própria dívida interna, o que fez com que o prêmio de risco designado a essa transferência de recursos crescesse constantemente. A partir daí todo o fluxo interno de transferência de capitais e os instrumentos de política monetária se desestabilizaram. O principal motor dessa desestabilização seria um grande aumento da taxa de juros, o que aumentaria os índices inflacionários já que seria um aumento direto de custo de capital para os bens produtivos, significando aumento de preços.

O processo inflacionário da década de 80 foi caracterizado por muitos choques heterodoxos e influência do plano cruzado de 1986. Além disso, teve um impacto fortíssimo no nível de desemprego durante o período.

A década seguinte foi marcada pela estruturação do plano real como forma de contingência e reorganização de toda estrutura monetária da economia brasileira. O período é bem dividido em dois planos, um primeiro de manutenção dos problemas da década de 80, com níveis de variação de índices de preços em montantes muito altos, tipicamente sendo ambientada entre 1990-1994, e um segundo plano, após reestruturação em que nossa economia mudou um pouco e abriu mão do curso prazo para se preparar para o longo. A principal mudança registrada durante todo esse processo foi o papel do Estado no mercado. Nas décadas passadas e principalmente durante o período de milagre econômico, o Estado tinha função sócio-desenvolvimentista, tomava conta do financiamento e da alocação de recursos sob uma industrialização subsidiada, durante a década de 90, o Estado se tornou um agente fiscalizador e fiscal, liberando assim ao setor privado toda estratégia de alocação de recursos, financiamentos o que possibilitou também uma maior abertura geral da economia seguindo o tema principal da época que era a globalização.

O cenário estabelecido durante a primeira fase do plano real, 1994-1998, era de um Brasil com nível inflacionário e cambial estabilizado e decrescente, em patamar muito menor do que as médias históricas, mas ainda assim com desequilíbrio fiscal. Outro ponto, era o processo de transição para uma maior abertura econômica, participação no mercado internacional e fluxo de recursos. Além disso, durante esse



período o país seguia um mix de política fiscal expansionista com taxas de juros elevadas , com objetivo de controlar o consumo após a queda da inflação e assim sobrecarregando a dívida pública externa.

#### **4.2 - Tese de planejamento de Roberto Simonsen x tese de mercado competitivo de Eugênio Gudin**

A discussão entre Roberto Simonsen e Eugênio Gudin foi um dos principais debates sobre o desenvolvimento econômico no Brasil durante o século XX. A partir desse interminável debate a respeito das melhores práticas a serem adotadas para que o país deixasse a linha de subdesenvolvimento, surgiram inúmeras linhas teóricas de pensamento a serem aplicadas na realidade monetária e fiscal do Brasil. Inclusive, Tal discussão saía um pouco do arcabouço de qual seria a maneira correta de estimular desenvolvimento , mas envolvia uma visão de qual seria a função do Brasil em um mundo futuramente globalizado, deveríamos focar em se industrializar ou focar em seguir os padrões adotados de agro-exportação.

Roberto Simonsen, um dos principais nomes de sociólogos e cientistas políticos da história econômica brasileira, foi um grande defensor do intervencionismo do Estado no mercado e defendia o Brasil no mundo como um possível potência industrial , dessa maneira tinha uma visão ligada a um Estado desenvolvimentista e focado no mercado interno. Via a substituição de importações como a principal maneira de se afirmar um forte de mercado consumidor interno , defendendo práticas consideradas por muitos protecionistas.

É importante levantar que as vertentes de pensamento defendidas por Roberto Simonsen foram utilizadas como motriz do plano econômico brasileiro em diferentes momentos da nossa história. Inclusive, durante um dos maiores períodos de desenvolvimento e crescimento da nossa história, no “Milagre Econômico” durante o final da década de 60 e a década de 70, em que seguíamos justamente um objetivo de seguir um mercado industrializado, relativamente fechado para o mercado interno e

com o governo como força principal do desenvolvimento do país.

No outro lado da conversa estava Eugênio Gudín, um dos principais economistas da história brasileira, que tinha como linha de raciocínio para o caso brasileiro uma economia ligada ao liberalismo, em que o Estado apenas intervisse quando fosse extremamente necessário, normalmente em momentos de exceção. Adotava uma visão do Estado como fiscalizador e defendia um desenvolvimento natural a partir do crescimento do setor privado e mercado de capitais. Principalmente, defendia que esse crescimento viria com o tempo a partir da função global que o país tinha no mercado agro-exportador. O desenvolvimento viria de maneira orgânica a partir do crescimento do país no mercado global, atraindo capital estrangeiro e consequentemente estruturando um mercado interno e possivelmente industrial. Defendia uma visão aberta de economia e tinha receio das consequências fiscais que um governo intervencionista viria a acarretar.

A segunda visão, foi muito criticada principalmente durante o período da ditadura militar e o próspero momento do “Milagre Econômico”. Entretanto, após todas as consequências fiscais acarretadas por todos esses anos de governo intervencionista desenvolvimentista e principalmente após os períodos hiperinflacionários iniciados no primeiro e segundo choques do petróleo, a reestruturação econômica do país iniciada pela primeira fase do plano real em 1994 se aproximava mais das vertentes ideológicas de Eugênio Gudín do que de Roberto Simonsen. Essa transitoriedade entre os diferentes teores de planejamento para o país, mostra uma relevância enorme ao debate entre os dois, que foram os principais motores referenciais teóricos para como o Brasil se comportou economicamente durante o final do século XX.

### **4.3 - Teoria quantitativa da moeda**

A teoria quantitativa da moeda nasceu de uma vertente teórica que buscava explicitar a causalidade entre oferta de moeda, nível de preços, nível de produção. Além disso, foi uma das principais teorias utilizadas para se compor a política monetária no

Brasil e no mundo ao longo do século XX. Por isso, é extremamente importante entender como funciona e como se encaixa no caso brasileiro a fim de fazer um link com a maneira moderna de regir economicamente o país.

A principal versão da teoria para a análise de política monetária moderna foi a publicada por Irving Fisher em 1911, “The Purchasing Power of Money”, que atualizou o trabalho desenvolvido antes por economistas como David Hume, Henry Thornton, David Ricardo e Simon Newcomb. Apesar de Fisher ter sido fundamental para a atualização da teoria, no início da década de 1920 alguns economistas da universidade de Cambridge, como Alfred Marshall, Arthur Cecil Pigou e John Maynard Keynes, desenvolveram o que seria a principal equação do modelo até os dias de hoje, a equação de velocidade da moeda (imagem 1):

$$M \times V = P \times Y$$

Em que (M) se remete a quantidade de moeda em circulação no mercado; (V) se remete a velocidade de circulação da moeda; (P) é o índice de preços dos bens e serviços e (Y) é o nível de atividade econômica. A lógica por trás da equação de Cambridge é explicitar uma passividade do nível de preços a respeito da oferta de moeda, assim teoricamente explicitando a oferta de moeda como um regularizador inflacionário. Essa relação, apesar de ter críticas de inúmeros outros cientistas, foi muito utilizada durante o século passado e é até hoje, quando fica visível que bancos centrais tentam conter inflação através da taxa de juros e títulos públicos, consequentemente alterando o nível de oferta de moeda do mercado.

É nítido quando se remete às políticas monetárias implementadas no Brasil nas últimas duas décadas o fator regulador do nível de preços atribuído à taxa de juros, e, consequentemente, a oferta de moeda. Recorrentemente, nosso Banco Central utiliza nominalmente de uma possível flutuação de juros para tentar conter pressões inflacionárias distintas, assim tendo efeitos também no nível de atividade econômica do país, poder de compra da população, prêmio de risco país no mercado internacional e no nível de apreciação/depreciação da moeda brasileira.

#### 4.5 - Recessão e Plano Real

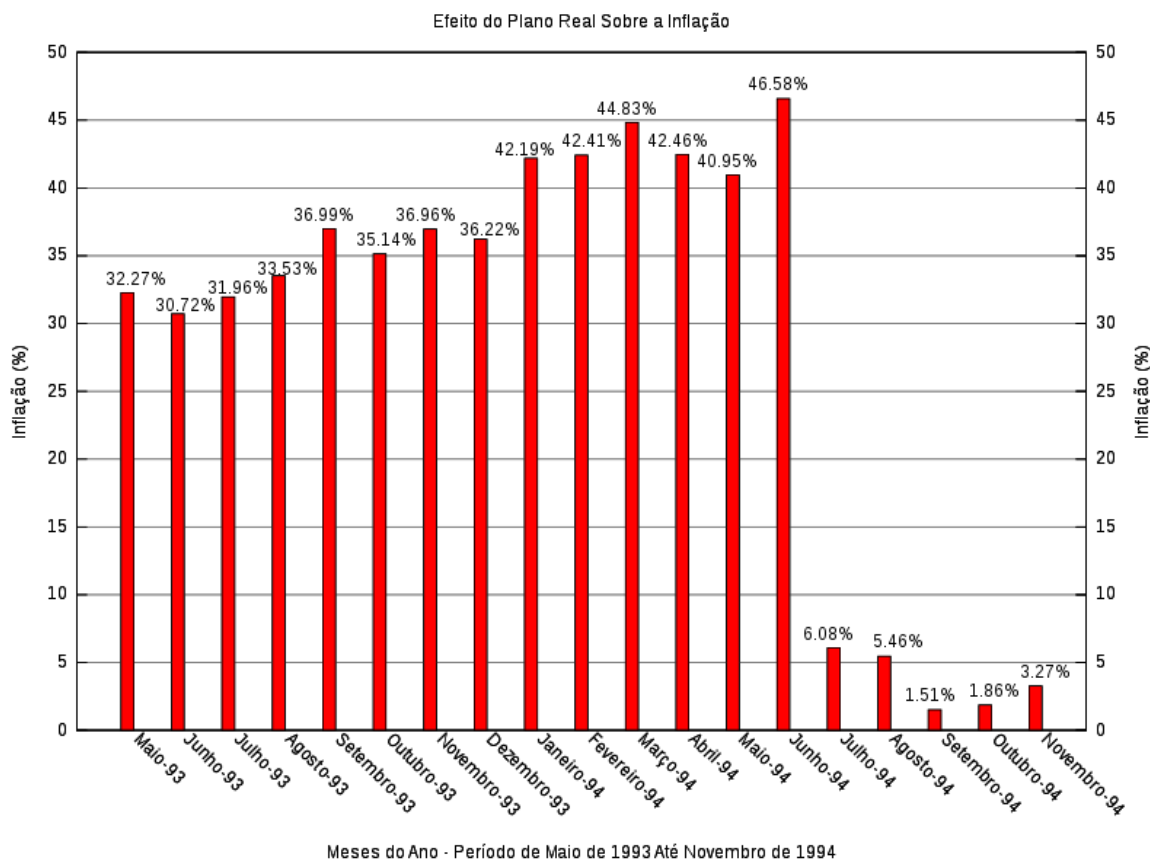
Uma das principais razões para o cenário hiper-inflacionário brasileiro no final do século XX, foi uma descontrolada dívida tanto interna quanto externa sob as contas públicas. A estrutura de endividamento do país foi um dos principais motivos dos tempos de recessão, já que além de seguirmos uma postura desenvolvimentista em relação às projeções de crescimento, estávamos focados em desenvolver um mercado de dívida interna que possibilitasse não só o financiamento de gastos do governo, mas um eficiente instrumento de política monetária com objetivo de conter inflação.

O mercado de dívida brasileira surgiu em 1965 junto ao PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo) que visava uma redução das taxas reais de inflação recorrentes no país. As medidas necessárias para prevalecer a política monetária restritiva proposta pelo plano e possibilitar um ajuste fiscal, contavam com a necessidade de estabelecimento de um mercado voluntário de títulos públicos e uma reforma geral do Sistema Financeiro Nacional. Nesta época foram criados o Banco Central e o CMN (Conselho Monetário Nacional). Junto a essa estrutura formada, cabia ao Banco Central utilizar do mercado de títulos públicos para financiar dívida pública e realizar política monetária através da compra e venda de títulos.

Durante a primeira década de negociação da dívida pública, o Banco Central conseguiu cumprir sua missão de financiamento da dívida pública e foi encaminhado a ter eficiência em relação à execução da política monetária com o fluxo de títulos no mercado. Entretanto, após o primeiro choque do petróleo em 1974 e o segundo choque do petróleo em 1979 os níveis inflacionários voltaram a um patamar elevado, o que se refletiu diretamente no mercado de dívida, já que o mercado correu para títulos corrigidos pela inflação e largou as LTNs (Título de dívida pré-fixado) que estavam se tornando bem famosas. Iniciava assim a chamada década perdida, em que o país foi assombrado por níveis inflacionários astronômicos e caracterizado por políticas monetárias restritivas e nível de crescimento negativo.

O cenário de hiperinflação viria a ser combatido e aniquilado pelo Plano Real desenvolvido durante o governo Itamar Franco pelo futuro presidente da república Fernando Henrique Cardoso. O plano tinha como objetivo regular o nível de preços do país e foi dividido em três principais etapas. A primeira etapa foi um período de regularização das contas públicas, com redução de gastos do governo. A segunda etapa seria a criação da Unidade Real de Valor para manter estável o poder de compra da massa salarial. A terceira etapa seria a troca final da moeda principal do país para o Real, que é utilizado até hoje. As principais medidas implementadas foram: privatizações, desindexação da economia, equilíbrio fiscal, abertura econômica, aumento da taxa de juros.

O efeito sobre os índices inflacionários foram imediatos através da utilização da Unidade Real de Valor que dissipou a correção diária que o nível de preços sofria e aposentou o "remarcador de preços". (Imagem 2)



Além disso, o plano foi um marco no futuro do desenvolvimento econômico do país e definiria as variáveis motrizes para toda a gestão pública de política econômica

brasileira. O plano teve influência direta em três importantes variáveis reais no longo prazo, tendo influenciado uma diminuição no nível de desemprego, estabilidade no nível de preços e crescimento da atividade econômica.

## **5 – Transição da política monetária do século XX para o século XXI**

### **5.1 - Teoria quantitativa da moeda e sistema de metas de inflação**

O modelo de metas de inflação nasceu da política de independência dos Bancos Centrais e começou a ser utilizada nos anos 1990 pelos países que desejavam institucionalizar a busca pela estabilidade de seus preços. Seria uma maneira mais transparente e crível para condução de política monetária, uma vez que periodicamente seriam publicamente liberados dados relativos às metas inflacionárias do país e as possíveis medidas monetárias a serem implementadas via teoria quantitativa da moeda e taxa de juros.

Para o caso brasileiro, o regime foi implementado junto ao Plano Real com intuito de conter pressões inflacionárias e regular o nível de preços. Seu objetivo era de fixar as metas para a inflação com base em variações anuais de um índice inflacionário conhecido, deixar ao Conselho Monetário Nacional a escolha das metas de inflação e do índice a ser utilizado, estabelecer o Banco Central como executor principal dos instrumentos de regulação nominal da variação do índice escolhido.

Outro ponto muito importante em relação à escolha do regime de metas de inflação pelo Plano Real, implementado no governo Itamar Franco, era a necessidade de aumentar a credibilidade e, assim, a governabilidade do Banco Central. O país vinha de um passado político marcado por ditadura militar e políticas incompreendidas para estabilidade de preço, por isso o foco se tornou fazer algo que tivesse apelo geral. Dessa forma, o Brasil seguiu uma linha teórica diferente do que se estava se tornando mainstream no mundo. Países já desenvolvidos como Canadá, Holanda e Suécia estavam adotando índice de núcleo de inflação, basicamente para isentar o sistema de metas de choques temporários. Esse tipo de índice considerava apenas uma cesta geral

e não era influenciada por aumentos significativos e isolados em setores específicos. No caso brasileiro, foi escolhido um índice que levasse em consideração esse tipo de choque para que o modelo fosse de maior compreensão geral.

O índice escolhido foi o IPCA, que conta com dados de famílias de renda entre um a quarenta salários mínimos nas maiores regiões metropolitanas do país. O indicador é uma forma de índice de Laspeyres, sendo uma média ponderada de relativos, que compara as mudanças de preços de setores entre dois períodos. A cesta conta com setores como alimentação, transporte e comunicação, despesas pessoais, vestuário, habitação, saúde e cuidados pessoais, e artigos de residência.

## **5.2 - Estrutura a termo da taxa de juros**

A estrutura a termos da taxa de juros é definida como a diferença entre títulos de renda fixa com pagamento apenas no vencimento, sendo no Brasil as LFTs do tesouro nacional. Mais conhecida como curva de juros, serve como base para a precificação de instrumentos de renda-fixa, além de ser utilizada como benchmark na determinação de taxas em todos os outros setores do mercado de dívida.

Existem diversas teorias com o intuito de explicar como é formada a estrutura a termo da taxa de juros. Algumas das principais são: Teoria das Expectativas, Teoria da Segmentação de Mercado e a Teoria da Preferência pela Liquidez. Em si, elas têm argumentos diferentes em relação aos comportamentos dos agentes. A Teoria das Expectativas diz que títulos de renda fixa de longo prazo têm taxas de juros que refletem as expectativas do futuro no curto prazo, e que, seria indiferente para o investidor o risco de longo prazo de dívidas mais longas. Já a Teoria da Preferência pela Liquidez argumenta o contrário a respeito da visão do cliente em relação ao risco de dívidas longas, dessa forma considera que o investidor tem aversão ao risco de longo prazo e por isso esses títulos deveriam oferecer um prêmio maior. A Teoria de Segmentação de Mercado, em contraparte, afirma que taxas de curto, médio e longo prazo não têm nenhuma relação,



argumentando que os investidores têm preferências por prazos diferentes e portanto o que definiria as taxas seria a oferta e demanda pelos prazos de cada título de vencimento diferente.

Um dos mecanismos mais utilizados da estrutura a termo da taxa de juros são os contratos futuros. Sendo um mercado de extrema liquidez, as negociações diárias de taxas longas de juros expressam de maneira bem transparente as expectativas dos agentes para taxas de qualquer prazo negociado. Essas cotações também formam uma boa estimativa de uma possível curva de juros que reflita a visão do mercado sob o que deve ser executado pelo Banco Central de política monetária em períodos futuros.

Outro ponto extremamente relevante e diferente do restante do mundo, é o sistema de capitalização aplicado nos títulos de renda fixa no Brasil. Os principais mercados de juros no mundo utilizam capitalização linear com juros simples, enquanto o mercado brasileiro utiliza um modelo de capitalização exponencial com juros compostos para operações de dívida interna e linear para operações internacionais. Isso foi implementado justamente pelo histórico inflacionário do país e o objetivo dos juros compostos é de capturar com mais eficiência um efeito sobre o nível de preços.

#### **5.4 - Curva de Phillips**

A curva de Phillips é um conceito extremamente importante para política monetária atual e tem como principal argumento uma correlação negativa entre o nível de desemprego e inflação no curto prazo. Descoberta pelo Neozelandês William Phillips, foi assunto de estudo de grandes nomes do pensamento econômico, como: Robert Sollow, Paul Samuelson, Milton Friedman e Edmund Phelps.

As atualizações dos estudos da curva de Phillips têm extrema importância em sua validade para as relações macroeconômicas atuais. Isso porque inicialmente a correlação negativa entre as duas variáveis era considerada uma verdade absoluta para qualquer tipo de prazo. Entretanto, alguns dos pensadores citados chegaram a conclusão

que a mesma só seria sustentável em curto prazo ao analisar períodos de estagflação, em que se observa tanto alto desemprego quanto alta inflação. Normalmente um efeito presente em momentos de recessão econômica.

O arcabouço teórico por trás da equação se baseia no efeito que demissão em massa teria no nível de preços geral de um mercado. Por exemplo, tenha-se qualquer motivo que faça o mercado em geral aumentar o nível de demissões, seja diminuição da atividade econômica, mudança de política fiscal, mudança de regulação em geral no mercado, quanto mais as empresas demitem mais há desemprego no mercado. Com mais desemprego no mercado o poder aquisitivo geral do povo diminui, por que há menos gente trabalhando e com isso há uma propensão menor a consumir. O menor nível de consumo faz com que as empresas tenham que reduzir os preços de seus produtos para que possam vender e pagar suas despesas. Dessa maneira, as variáveis acabam se relacionando de maneira negativa, em que o aumento de um causa indiretamente a diminuição da outra.

Tais conceitos teóricos foram depois comprovados como uma relação apenas de curto prazo. Isso porque, com um aumento de desemprego, por exemplo, haveria uma redução da inflação, como citado no parágrafo acima, e o governo provavelmente tomaria atitudes expansionistas para estimular atividade econômica e voltar com o poder aquisitivo, nível de emprego e propensão ao consumo do mercado. Isso em longo prazo provavelmente teria efeitos inflacionários. Então, mesmo a política monetária sendo na maioria das vezes um mecanismo regulador do nível de preços do mercado, não é ótimo para uma economia rodar com nível de emprego e de atividade econômica baixo. O foco seria atividade crescente e inflação controlada, portanto qualquer banco central tomaria atitudes pró atividade em uma situação de nível de emprego baixo, o que seria um efeito inflacionário em longo prazo.

Além disso, a relação entre as duas variáveis em longo prazo se tornaram mais distantes no longo prazo, uma vez que os mercados globalizados e as expectativas do mercado começaram também a serem indicadores de precificação de cesta de consumo específicas.

## 5.5 - Regra de Taylor

A regra de Taylor é o arcabouço teórico por trás dos sistemas de metas de inflação em que pautamos a política monetária no Brasil, indicando a inflação como uma correlação entre taxa de juros de equilíbrio e PIB potencial. Criada por John Taylor no final do século XX, era uma vertente de pensamento econômico que trabalhava em contraparte a ao Keynesianismo clássico. A teoria criticava o Keynesianismo por aumento de gastos estatais que estimulavam rombos fiscais e pressionavam a inflação, atrapalhando assim a atividade econômica. As principais ideias de Taylor eram uma política pautada em transparência e dados de resultados reais de mercado, levando a estimativas realistas de expectativas de taxas de juros, nível de preços, gastos públicos e atividade econômica.

O legado do trabalho realizado por John Taylor em 1993 se encontra hoje em dia em diversos países ao redor do mundo com sistemas de metas de inflação. Em que se tenta regular o nível de preços e atividade econômica através de instrumentos como a taxa nominal de juros. Isso sendo possível pela equação : ( Imagem 3)

$$r - r^* = a_{\pi} \cdot (\pi - \pi^*) + a_y \cdot (Y - Y^*)$$

Em que  $r$  seria a taxa de juros real estimada;  $r^*$  seria a taxa de juros real de equilíbrio;  $a_{\pi}$  e  $a_y$  seriam coeficientes de sensibilidade a variação do produto e a variação do nível de preços respectivamente;  $\pi$  seria a taxa de inflação anual observada;  $\pi^*$  seria a meta de inflação;  $Y$  seria o PIB e  $Y^*$  seria o PIB em pleno emprego. Dessa maneira, observa-se que o objetivo da equação é estimar a diferença entre a taxa de juros corrente e a de equilíbrio a partir do desvio do nível de preços da meta e do hiato do produto. Vale lembrar que os coeficientes utilizados por John Taylor eram sempre 0,5, isso para se aproximar das taxas de juros do FED na época do desenvolvimento da teoria.

## 5.6 - Principais Dificuldades da Proposta

O período de transição do século XX para o XXI foi marcado por inúmeras mudanças quando se fala de teoria e pensamento econômico, principalmente pelas

inúmeras mudanças que as relações comerciais vinham mudando ao redor do mundo. O mundo após a segunda guerra mundial era caracterizado por um cenário globalizado, com fluxo de produtos, informações e cada vez mais conhecimento. Dessa maneira, o mundo estava mais próximo e para países em desenvolvimento, como o Brasil se caracterizava, o cenário era de muita influência dos interesses de determinadas potências e muito reflexo de acontecimentos globais, como exemplo dos choques de petróleo no final do século XX.

No Brasil, estávamos em um período hiperinflacionário, havíamos passado por uma ditadura militar e tínhamos condições fiscais bem debilitadas, consequência de anos de governos extremamente desenvolvimentistas que tornaram a dívida pública tanto externa quanto interna um problema para o nível de preços e atividades econômicas. Era um momento de mudança. Entretanto há um dilema em qualquer tipo de mudança, principalmente quando se fala em como fazer política econômica. Nosso país era muito influenciado pela forte economia americana, havia um rombo fiscal a se resolver e nosso nível de preços dependia muito do fluxo de mercadorias globais. Dessa forma, é difícil ter eficiente gerência política econômica quando se tem tantas variáveis exógenas influenciando o resultado e a aplicabilidade de qualquer arcabouço teórico.

Outro ponto importante era de que em um país pós ditadura se tornava cada vez mais dividido entre diferentes partidos políticos, que tinham ideologias e planos muito diferentes. Como o pensamento econômico é algo que sempre se atualiza e sempre está mudando, era difícil que essas vertentes políticas tivessem qualquer tipo de consenso quando se fala em gerir a política monetária e fiscal do país. Isso faria difícil aplicar qualquer tipo de mecanismo com transparência, credibilidade e principalmente governabilidade. Pode-se tomar como exemplo, o plano econômico de Fernando Collor após as primeiras eleições diretas em 25 anos no Brasil que garantiram seu impeachment do cargo de Presidente da República. Isso nos faz pensar que além de todos os problemas herdados dos períodos passados, a transição seria ainda mais difícil sem apoio e sem credibilidade monetária.

No caso brasileiro, as mudanças chegaram após justamente a união popular contra as medidas de Fernando Collor citado no exemplo do parágrafo acima. Após o Impeachment, o vice presidente Itamar Franco assumiu e permitiu o início de um plano de troca da base monetária fundamental do país pensado por nomes como Pécio Arida, André Lara Resende, Francisco Lopes, Gustavo Franco, Pedro Malan, Edmar Bacha, Winston Fritsch e , o ministro da fazenda e futuro presidente da república, Fernando Henrique Cardoso.

## **6 – Complicações políticas do século XXI**

### **6.1 - Ciclos político-econômicos**

Desde de 1995, quando se instaurou o Plano Real que viria definir a condução da política econômica para as próximas décadas, alguns ciclos políticos tiveram muita influência no caminho que o país trilhou e na gestão de instituições como Banco Central e Tesouro Nacional. Dentre todas as figuras e personalidades importantes na definição de um ciclo político nacional, foram quatro protagonistas que realmente definiram como o país tratou de política. Os nomes são dos respectivos presidentes Fernando Henrique Cardoso (1995-2003), Luis Inácio da Silva (2003-2011), Dilma Rousseff (2011-2016) e Michel Temer (2016-2019).

Fernando Henrique Cardoso foi eleito como presidente com vitória no primeiro turno em 1995, após ter acumulado fama em sua participação no desenvolvimento do Plano Real quando ainda era ministro da fazenda do governo Itamar Franco. O plano tinha como objetivo a contenção da hiperinflação da época e é considerado o maior plano econômico da história brasileira, mudando as dinâmicas entre variáveis reais no país e iniciando uma desindexação da economia brasileira. O reconhecimento crescente após a primeira fase do plano foi tão grande que Fernando Henrique viria a suceder a Itamar Franco como presidente da república, sendo pioneiro na efetivação da política Neoliberal no Brasil.

O objetivo inicial do governo seria justamente o combate à inflação, levando em conta o ainda corrente plano real. O primeiro mandato foi marcado pela busca da estabilidade econômica no país e reformas estruturais como a privatização de algumas importantes empresas estatais, sendo em sua maioria aquisições acionárias por grupos estrangeiros, o que ainda confirmava uma postura de abertura econômica em um mundo cada vez mais caracterizado pela globalização. O maior exemplo de estatal privatizada seria Vale do Rio Doce, que em 1997 foi posta em leilão e comprada por grupos de

investimento privado e fundos de pensão. No segundo mandato, as reformas não foram tão impactantes quanto no primeiro, mas ainda assim era nítido o efeito regulador que o Plano Real teve sobre a economia brasileira. Os índices inflacionários convergiam para estabilidade e a partir de uma postura Neoliberal o governo estava estimulando um novo momento de crescimento econômico, marcado pelo aumento de atividade, entrada de capital estrangeiro e um novo sistema econômico chamado de Tripé Macroeconômico que consistia em câmbio flutuante, metas de inflação e responsabilidade fiscal. Apesar do avanço brasileiro durante esse período, algumas condições eram preocupantes durante a passagem do governo de Fernando Henrique para Luís Inácio da Silva entre 2003 e 2004. O principal ponto de atenção era o grande aumento no nível de dívida tanto interna quanto externa, o Brasil dependia do FMI como nunca dependeu antes. Isso por que para conter inflação com o plano real era necessária um aumento expressivo das taxas de juros no país o que instantaneamente alavancaria o custo de dívidas indexadas e o governo federal havia incorporado as dívidas estaduais seguindo o tripé de responsabilidade fiscal o que viria também a alavancar o nível de passivo que o governo tinha nas costas. Dessa forma, apesar de um legado positivo em relação à política econômica, o cenário que o presidente Lula encontraria no governo federal era extremamente desafiador.

Luís Inácio Lula da Silva havia sido derrotado nas eleições presidenciais em 1989, 1994 e 1998 e após quase 20 anos, foi eleito presidente da república em 2003. Seu governo foi marcado por um período de crescimento econômico, seguindo o legado de estabilidade econômica e contenção da inflação de Fernando Henrique Cardoso, mas com um tema principal diferente. Lula tinha como missão atenuar a desigualdade de renda no país.

Os pilares econômicos do Governo Lula impulsionaram a atividade econômica no país de maneira diferente do que no Governo de Fernando Henrique. Após ter assumido um cenário difícil, o presidente fez questão de nomear um nome conhecido e forte no mercado para o cargo de presidente do Banco Central, a nomeação de Henrique Meirelles mostraria para o mercado que o governo manteria a postura monetária que vinha seguindo desde o Plano Real e isso foi extremamente bem visto. Os índices inflacionários caíram ainda mais e se tornaram ainda mais estáveis. Além disso, o país viria a passar por um grande momento de crescimento dos níveis de atividade graças a dois principais fatores: Aumento significativo de exportações de commodities para outros países e aumento de consumo interno. A diminuição das taxas de juros internacionais e o relacionamento

estratégico com futuras potências globais, como a China por exemplo, faria com que o país passasse por um boom no comércio de commodities o que alavancaria muito o resultado das balanças comerciais brasileiras. Além disso, o governo tinha um foco muito direcionado a um plano social, que viria a ser motriz para um aumento de consumo interno. Através de diversas políticas, como bolsa família, Lula gerou mais poder de compra ao consumidor médio brasileiro e levou o desemprego ao menor valor da série histórica. Esse movimento aumentou significativamente o nível de consumo interno no país e inclusive foi um dos principais fatores para nosso PIB se manter positivo em momentos de tensão externa como na crise de 2008 por exemplo. O país durante esse tempo abandonou parcialmente o viés neoliberal que vinha de Fernando Henrique e voltou a adotar uma postura mais desenvolvimentista com algumas características semelhantes aos governos anteriores ao século XXI. Grandes obras de infraestrutura e medidas como o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento) tinham como objetivo prover o nível de crescimento que o país precisava para acompanhar o aumento da atividade econômica e também foram protagonistas em casos de corrupção ao longo dos dois mandatos. O mais famoso sendo o Mensalão, em que a polícia federal liberou em 2011 a confirmação do que durante os mandatos havia sido desviado recursos públicos para a compra de apoio no congresso nacional, o que estaria relacionado com o nível de governabilidade que o presidente tinha sobre o apoio do congresso e a reeleição em 2007. Além desse escândalo, o primeiro governo do PT foi marcado por inúmeros outros casos de corrupção, o que gerou uma divisão no país em relação ao apoio ao governo. Entrando no assunto de credibilidade e apoio popular, a situação do país era um tanto quanto dualista, isso porque aqueles que recebiam apoios, como o bolsa família, tenderiam a apoiar o governo mesmo depois do mandato e o governo havia perdido credibilidade com a maioria dos agentes. Novamente a situação de transição entre um presidente e outro seria em um cenário instável.

Em 2011, após dois mandatos do PT com Lula, o partido já era consolidado como o mais popular no caso político brasileiro. Mesmo com os escândalos de corrupção expostos, às políticas sociais e o período de crescimento foi tão marcante que viria a garantir a permanência do partido no Estado. Foi então eleita a primeira mulher a ser presidente do Brasil, Dilma Rousseff. Diferente dos últimos dois governantes, seu governo foi marcado por períodos de recessão e uma instabilidade política ligada a inúmeros casos de corrupção expostos pela operação lava-jato da polícia federal.



O governo de Dilma Rousseff tinha o objetivo, como sucessor de Lula, de manter a missão ligada a políticas sociais e programas de transferência de renda. Entretanto, o apoio do congresso já não era tanto quanto nos dois primeiros mandatos do PT e dessa forma existia uma oposição crescente e baixo nível de governabilidade. Além disso, o cenário internacional já não era tão favorável quanto havia sido na última década e a queda dos preços das commodities no mercado internacional influenciou muito a atividade econômica brasileira. Uma mudança extremamente significativa foi o abandono do tripé econômico criado por Fernando Henrique Cardoso. Dilma implementou nos primeiros anos de seu governo uma "Nova Matriz Econômica" em que incitava o desenvolvimento do país através de intervencionismo com aumento de gastos públicos para o fomento de atividade econômica e redução da taxa de juros. Isso foi um dos principais fatores que direcionaram o Brasil a uma recessão econômica iniciada em 2014. Algumas das atitudes tomadas nos primeiros anos de governo geraram pressão inflacionária e quebraram o período de estabilidade no nível de preços que o Plano Real havia iniciado no final da década de 90. Esse foi um dos principais motivos para os expressivos aumentos da taxa de juros do país durante os mandatos de Dilma, chegando a liderar o mundo como o país com maior taxa real de juros. Esse tipo de atitude, incitou o mercado financeiro a buscar respostas e iniciou um período de instabilidade política e dúvida em relação à autoridade monetária do Banco Central e COPOM. No segundo mandato do governo Dilma a instabilidade política aumentou ainda mais com medidas como ajuste fiscal e ajuste tributários que geram oposição em diferentes parcelas da sociedade. Em 2014, o país viria a sediar a copa do mundo de futebol, o que foi um marco importante para a história do país mas também exigiu um nível de gastos altíssimos do governo que somados ao fato de que o país estava passando por um momento de recessão geraram muita insatisfação e manifestações contra o evento e contra o posicionamento desenvolvimentista que o país adotou para realizar as obras astronômicas de infraestrutura para atender os padrões indicados pela FIFA. A segunda metade do governo foi marcada por diversas manifestações contra os poderes legislativos e executivos do país, isso, falando de política monetária, era muito intensificado pelas taxas de juros altas, volta da inflação e aumento do desemprego. Além disso, a operação Lava-Jato vinha expondo diversos casos de corrupção em cargos de alto escalão do governo, como por exemplo superfaturamento e desvio de recursos das PACs. A insatisfação era tanta com o governo que o mesmo foi derrubado. Dilma Rousseff sofreu um impeachment em 2016 por conta

da insatisfação geral com os resultados de seu governo e mesmo sendo um fato baseado em um movimento popular, muitos historiadores enxergam o acontecimento como um golpe parlamentar para atenuar a instabilidade e implementar uma agenda econômica mais conservadora. Além disso, muitos ainda acreditam que o objetivo era desviar atenção da operação Lava-Jato.

Após a deposição de Dilma, Michel Temer que era seu vice assumiu a presidência da república, sendo considerado por muitos um dos articuladores do possível golpe parlamentar que teria tirado Dilma do cargo. Seu governo foi marcado pela retomada do tripé macroeconômico e pela busca de austeridade através de medidas como o teto de gastos. Novamente houveram casos expostos de corrupção que levantaram a pauta de credibilidade do governo federal como um todo.

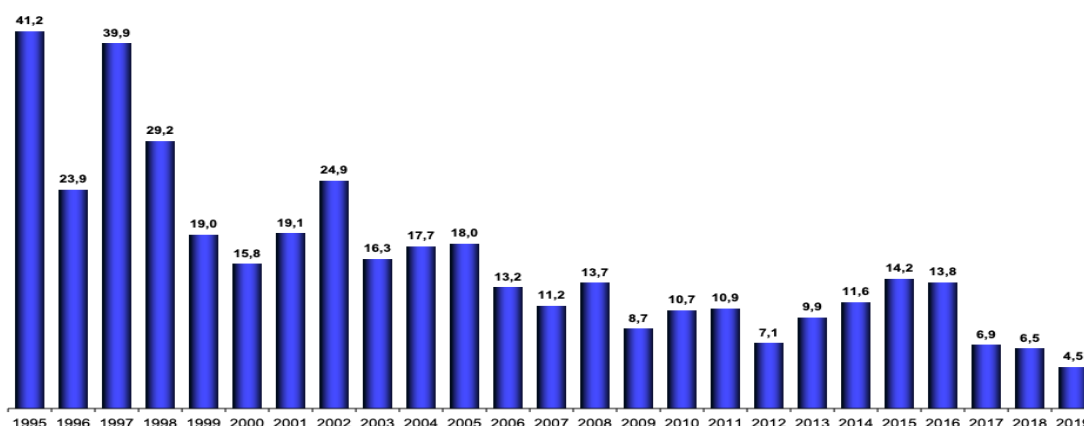
## 6.2 - Principais acontecimentos políticos e suas consequências a política monetária brasileira

Tendo em vista os ciclos político-econômicos entre 1995-2018 pode-se entender a política monetária brasileira por conta da influência dos governos vigentes, objetivos econômicos e efeitos como credibilidade e governabilidade. O Plano Real e depois o tripé macroeconômico definiram a base das gestão de política econômica durante quase todo esse período. Definindo, portanto, a importância da taxa selic com instrumento regulador de política monetária e principal arma do governo para manter a inflação dentro do intervalo da meta prevista. ( Imagem 4 )



### Vinte e Cinco Anos da Economia Brasileira 1995/2019

#### TAXA DE JUROS SELIC (% ao ano)



Fonte: BCB

A partir da análise da imagem é possível entender a tendência redutora da taxa de juros no país de 1994, isso porque basicamente caminhamos de encontro à estabilidade de preços, uma vez que isso se tornou a motriz da economia brasileira. Importante entender que isso não teve como ser mais intensificado por questões estruturais do país e principalmente pela influência política. Sendo Fernando Henrique Cardoso o principal nome da criação do plano que viria a acabar com o período hiperinflacionário no Brasil, as consequências do seu governo foram altos níveis de dívida interna e externa, isso porque para combater a inflação no curto prazo precisou subir juros de maneira extrema. Uma vez adotado o tripé macroeconômico isso se regularizaria, mas no Governo Lula se adota novamente uma política desenvolvimentista e ainda se fomenta o consumo interno, o que de certa maneira iria se desvendar em gastos públicos já que uma política monetária expansionista não daria conta via oferta de moeda já que teria que de certa maneira se manter em um patamar que regulasse o nível de preços. Daí existe outro problema, credibilidade e expectativas, característico do governo Dilma. Mistura de corrupção com insatisfação social e com instabilidade sobre a autoridade monetária nacional.

Fatores políticos e estruturais acabam sempre por influenciar a política monetária por algumas razões específicas. Primeiro, independentemente de um Banco Central ser independente do governo para estabelecer uma agenda política, seus gestores sempre estão sob a influência do governo vigente. Seja via indicação, o contexto político sempre dita que tipo de atitude suas instituições iriam adotar. Um governo Neoliberal como o de Fernando Henrique Cardoso terá agenda completamente diferente de um governo desenvolvimentista como o de Dilma e por mais que exista talvez um consenso monetário, como existiu durante muito tempo com o tripé macroeconômico no Brasil, todo mandato uma hora acaba e o que estava feito não pode ter longevidade quando se sucedem governos com características diferentes. Segundo, credibilidade, o mercado é feito de expectativas e se os agentes não acreditam na autoridade monetária ou no próprio governo o nível de governabilidade se torna baixo, a oposição aumenta e muitas vezes se entra em um paradoxo com profecias auto realizáveis, uma vez que a expectativa negativa dos agentes acaba por acontecer já que não se acredita no potencial do governo ou de alguma medida.

Outro ponto importante é o nível de abertura e de influência que o cenário internacional tem sob a política monetária brasileira, uma vez que qualquer choque

externo acaba por refletir os efeitos sobre a nossa agenda econômica. Por exemplo, a crise asiática de 1997, a crise russa de 1998, o efeito Samba de 1999, o aumento nos preços das commodities do início dos anos 2000, a crise de 2008 e a diminuição dos preços das commodities no início dos anos 2010 tiveram grande impacto sobre como a gestão pública pensou em política monetária durante esse período.

## **7 – Formação da estrutura de preços no Brasil**

### **7.1 - Teoria Fiscal do Nível de Preços**

A teoria fiscal do nível de preços enxerga o fenômeno inflacionário como o contrário dos ideais monetaristas, sendo a variação no nível de preços causada pela taxa de crescimento dos títulos do governo, assim tendo viés fiscal. Dessa maneira, saindo da visão de que as relações de oferta e demanda agregada são suficientes para regular a taxa de inflação, essa teoria sugeria uma combinação ainda com políticas públicas relacionadas aos níveis de gastos e de impostos do governo. Isso porque afirmava que a base monetária e a velocidade, flutuação de moeda não tinham relevância suficiente para influenciar o nível de preços do país sem serem combinadas com choques na restrição orçamentária do Estado.

A relação existe na teoria pelo nível de déficit e necessidade de emissão de títulos para financiamento de dívida do governo. Isso porque quando o governo tem gastos públicos maiores do que o nível de arrecadação por impostos, ele gasta mais do que fatura e se encontra em situação de déficit fiscal. Nessa situação, tem que tomar dívida para bancar seus gastos através da emissão de títulos públicos. Isso ocorreria por que a teoria segue uma linha de raciocínio Ricardiana, em que consideraria as pessoas como racionais. Logo entendem que emissão de dívida, significa maior necessidade de arrecadação no futuro, o que falando de governo significa maiores impostos. Pensando racionalmente, as pessoas consumiriam menos e pouparam mais aguardando o aumento no nível de preços futuros.

### **7.2 - Preços Administrados**

Os preços administrados são cestas de consumo e serviços que têm menor

sensibilidade no nível de preço pelas movimentações de oferta e demanda. Isso, muitas vezes, é confundido com o que é diretamente administrado pelo governo, mas preços que dependem de regulação ou autorização de algum órgão do setor público também entram na lista. Serviços de utilidade pública regulados por órgãos do governo e produtos derivados da atividade de empresas estatais são os principais exemplos no mercado. Sendo estes marcados por taxações e impostos, como por exemplo, IPVA, IPTU, Taxas de saneamento etc.

No Brasil esses tipos de produtos e serviços têm grande participação no IPCA (Índice de Preços do Consumidor), pois o país se desenvolveu ao longo do século XX com caráter muito desenvolvimentista assim formando um forte mercado de empresas estatais. Por isso, como esses produtos não acompanham as mudanças de oferta e demanda agregada, como diz a teoria econômica, o governo acaba por ter direta ou indiretamente uma mão reguladora no nível de variação de preços do país.

### **7.3 - Preços Tradeables X Preços Non Tradeables**

Preços considerados tradeables são em si preços que tem influência do mercado internacional em suas características de formação, uma vez que tem possibilidade de exportação e importação. Isso porque, uma vez que um produto pode ser exportado ou importado, existe a possibilidade de substituição do mercado interno, falando tanto do comprador quanto do vendedor, pelo mercado externo. Portanto, os níveis de preço acompanham uma média de mercado internacional que acaba por regular o mercado doméstico.

Já os preços non tradeables são aqueles que não tem possibilidade de exportação ou importação seja qual for o motivo. Sendo o principal exemplo o mercado imobiliário, que por questões de transporte e localidade não podem ser negociados nos mercados internacionais. Dessa forma, não há influência do nível de preço externo no mercado interno. Por exemplo, o preço da moradia em Manhattan não tem menor influência no preço da moradia no Leblon. Esses tipos de produtos normalmente são os que têm maior importância nos índices inflacionários e costumam ser alvo de políticas

monetárias específicas para regulação do nível de preços.

Importante falar sobre o nível de globalização e fluxo tanto informativo quanto de mercadorias presente no mundo atual. O nível de integração é tanto que muitas vezes do outro lado do mundo se tem preços relacionados pela facilidade de importação e exportação. Assim, efeitos inflacionários acabam atingindo outras partes do mundo quando há choques, recessão ou qualquer outro motivo para mudança de oferta e demanda global. Como por exemplo o efeito inflacionário global causado pela corrente guerra entre Rússia e Ucrânia.

#### **7.4 - Teoria do Equilíbrio Geral**

A teoria do equilíbrio geral foi criada em 1870 por Léon Walras e tem como objetivo explicitar que a interação da oferta e demanda de mercados relacionados resulta no equilíbrio do nível de preços. A economia é composta pela interação do mercado de bens e serviços, mercado de trabalho e o mercado de capitais e os três setores se ajustam entre si até atingir equilíbrio. Basicamente aplica um mecanismo de preços que determina um nível de salários com um nível de taxa de juros que estipularia uma quantidade específica de bens e serviços para equilibrar o mercado.

O estudo foi atualizado ao longo da década de 50 por importantes economistas como Kenneth Arrow e Gérard Debreu que chegaram a novos conceitos ao chamado equilíbrio Walrasiano. O trabalho inicial de Walras foi bem criticado ao longo do tempo por ser considerado uma simplificação da realidade já que tinha suposições bem específicas como informação perfeita entre os agentes e previsibilidade das movimentações entre os mercados. Além disso, contava com um modelo de maximização de utilidade dos agentes e relação com eficiência de Pareto. Sendo assim, um modelo base para análise do efeito de políticas públicas, principalmente de atividade fiscal, e sua relação com a interlocução entre os mercados e os possíveis efeitos sobre os níveis de preços.

## 7.5 - Expectativas Racionais

Expectativas racionais são hipóteses de extrema importância quando se fala de teoria econômica. Isso porque a base do pensamento macroeconômico é o pilar por trás de qualquer método utilizado para gestão de políticas públicas que nasce na suposição de que os agentes seguem suas expectativas e maximizam sua utilidade. Dessa forma, os agentes são considerados por utilizar o máximo de conhecimento e experiência possível para filtrar todas as informações disponíveis e formar suas expectativas para o futuro.

O mercado costuma precificar ativos no presente de acordo com sua visão do futuro, dessa maneira uma expectativa específica de mudança de preços no futuro influenciará no presente a demanda agregada que provocará um deslocamento na curva de oferta agregada no futuro, partindo do pressuposto que o mercado é eficiente e sempre vai convergir para o equilíbrio para o longo prazo. Isso se encaixa perfeitamente na gestão de políticas públicas no mercado brasileiro, já que via uma política de metas de inflação o mercado consegue atuar no presente levando em consideração a expectativa de inflação no futuro, o que também influencia a expectativa de juros futuros e acaba por influenciar taxas de juros como a Selic e o CDI. Dessa maneira, o Banco Central vai se apoiar nessa relação imposta pelas expectativas no mercado para regular a oferta de moeda via taxa de juros e tentar convergir a inflação à meta.



## 8 – Juros e Inflação

### 8.1 - Equação de Fischer

Irving Fischer foi um importante contribuinte à teoria econômica quando se fala de teoria de juros. Em um de seus estudos definiu uma das principais relações matemáticas utilizadas até hoje em dia no mercado, chamada equação de Fisher. A expressão matemática calcula o efeito da relação entre taxa de juros nominal e taxa de juros real sob a inflação, calculando a taxa de juros nominal de um mercado como a soma da taxa de juros real com as expectativas de inflação. A partir de um viés de expectativas racionais, considerava que o mercado utiliza sempre a taxa de juros já livre de inflação para medir esforços, sendo assim a taxa de juros nominal deveria capturar o delta entre a expectativa de longo prazo do nível de preços e o juros utilizado no curto prazo para encaminhar a economia ao equilíbrio. (Imagem 5 )

**Equação de Fisher**

$$i_{LT} = r + \pi^e$$

O diagrama mostra a equação  $i_{LT} = r + \pi^e$  com linhas vermelhas apontando para os termos. O termo  $i_{LT}$  é rotulado como 'Taxa de juros nominal de longo prazo'. O termo  $r$  é rotulado como 'Taxa de juros real'. O termo  $\pi^e$  é rotulado como 'Expectativa de inflação'.

O efeito definido por Fischer normalmente é utilizado para estimativas de curto prazo sobre o longo, isso porque existem outros fatores que iriam influenciar a taxa de juros real do país em longo prazo. Vou usar como exemplo casos de países com posições diferentes na ordem mundial, como EUA e Brasil. Pelo nível de desenvolvimento de um país como os Estados Unidos o prêmio de riscos exigido pelos os agentes credores normalmente já será menor, isso porque existe menor expectativa de calote por meio dos devedores. Além disso, se tem facilidade quando se fala em regular inflação, normalmente ela já está próxima a meta e costuma divergir realmente em momentos de recessão, choque etc. Por esses fatores, a Equação de Fischer teria uma usabilidade mais trivial. Já

em um país em desenvolvimento como o Brasil, outros fatores influenciam os juros reais no longo prazo. O prêmio de risco cobrado pelo mercado é algo que recorrentemente muda por conta das condições de pagamentos dos devedores, conforme o país cresce e o mercado de capitais

se torna mais estruturado, as taxas de juros tendem a cair normalmente. Além disso, existe dificuldade em regular a inflação, uma vez que choques internacionais influenciam muito nosso nível de preços por conta de nossas relações comerciais e há um legado de alta dívida interna e externa no país por conta de anos de políticas extremamente desenvolvimentistas e governos com carácter de gasto muito alto. Nessas condições, o efeito do delta da taxa real de juros de longo prazo se torna mais difícil de capturar via Equação de Fisher e sua utilidade é melhor aplicada no curto prazo.

## **8.2 - Neutralidade da Moeda**

A hipótese de neutralidade da moeda é uma suposição que vai contra a linha teórica monetarista, que vê a base monetária e conseqüentemente a taxa de juros como os principais instrumentos de política econômica e de regulação do nível de preços. A hipótese afirma que variações na oferta de moeda gera apenas efeitos nominais de curto prazo, isso por que o mesmo efeito seria acompanhado de mudanças em preços e salários, o que fariam o efeito ser neutro e assim com pouca influência sobre variáveis reais como atividade econômica e desemprego ao longo do tempo. Isso é um instrumento de análise extremamente importante, pois contrapõe a eficiência do Banco Central como órgão executor de política econômica.

O maior veículo que qualquer Estado tem para se envolver diretamente no mercado ou no proceder de índices como PIB, Inflação e Desemprego no país é o Banco Central, normalmente via tesouro nacional e taxa de juros. Seguindo o viés da teoria da neutralidade da moeda, isso teria pouca ou nenhuma eficiência no longo prazo, isso por que a hipótese defende a Dicotomia Clássica Macroeconômica que basicamente define que variáveis nominais não tem influência sobre variáveis reais e os dois tipos devem ser analisados separadamente. Também defende que variáveis reais são apenas influenciadas

por intervenção direta do governo, como estímulos e políticas fiscais, o que é criticado por diversas outras linhas de pensamento econômico tanto por estipular uma necessidade de ação do governo no mercado e não considerar a velocidade em que as variáveis nominais se regulam quando se há qualquer choque ou mudança na oferta de moeda. Por isso, mesmo sendo uma hipótese bem difundida no mercado em relação ao longo prazo, existem muitas críticas sobre sua validade geral.

Um dos principais pontos sempre levantados quando se remete a críticas a hipótese de neutralidade da moeda é de que segue um arcabouço exclusivamente teórico. Existem poucos estudos em relação a comprovações empíricas. Isso porque aspectos da teoria são realmente apenas hipóteses, como por exemplo o ajuste de preços e salários em relação a oferta de moeda. Isso, principalmente pois não se considera a velocidade em que essa regulação ocorre e os efeitos econômicos reais que esse descasamento influencia. É impossível que todas essas variáveis nominais se ajustem automaticamente, o que tem influência em consumo, poupança, atividade etc. A hipótese que nesse tipo de caso a tendência é que tudo se regule em longo prazo e a moeda realmente passe a ter efeitos neutros, mas ainda assim em situações de choques monetários permanentes isso não seria algo irrefutável.

### **8.3 - Credibilidade da Política Monetária**

A credibilidade hoje em dia é uma das principais pautas relacionadas à gestão de política econômica pública por parte dos Bancos Centrais. Isso, por que é um fator determinante na governabilidade e eficiência do modelo de gestão discricionária que o órgão executor tem sobre a trajetória econômica do país. Além disso, algumas vertentes teóricas citam política monetária com viés inflacionário no longo prazo, isso porque o Banco Central teria a função de retirar o mercado de um possível equilíbrio geral através de expansão monetária para que se gerasse um maior nível de atividade econômica, apesar de ter consequências ao nível de preços do mercado. Dessa maneira, existe uma contradição entre os instrumentos para regulação de inflação e seus efeitos finais a variáveis reais no mercado.

Em relação a facilidade de implementação e conseqüentemente resultado final de alguma medida adotada por um Banco Central é extremamente importante entender como isso influencia variáveis reais. A maioria das linhas de pensamento teóricas enxergam os agentes com expectativas racionais e entendem que existe fluxo de informação perfeita. Dessa maneira, os agentes tendem a maximizar suas condições dentro das condições do mercado, levando a economia para uma situação de Market-Clearing, em que a teoria de equilíbrio geral seria alcançada através do próprio mercado e sem influência direta de política monetária. Qualquer crescimento em variáveis como atividade econômica viria de otimização das condições produtivas da economia, via educação ou tecnologia, ou uma mudança nas preferências dos agentes, via expectativas racionais.

A partir do momento que o mercado é ajustado pelas expectativas de seus agentes, choques monetários endógenos teriam influência direta nessa percepção. Isso, levaria há um novo ajuste de longo prazo através da mudança de postura dos agentes, mas não necessariamente no sentido em que o provedor de política monetária gostaria. Por exemplo, em um choque expansionista através de aumento de oferta de moeda e diminuição das taxas de juros do país, os agentes estariam se preparando para um aumento de preços no futuro, o que não necessariamente levaria a um novo equilíbrio com um nível de atividade e consumo maior como desejado pelo Banco Central. Levando em consideração também, expectativas racionais e informação perfeita, o ajuste do lado do mercado seria fatal para qualquer política monetária, sendo assim eficiente aquela que tivesse carácter imprevisível e permanente.

A maneira de se ter eficácia sobre os efeitos de uma política monetária implementada é através do alinhamento de expectativas do Banco Central com os agentes do mercado. Dessa maneira não se terá contradição em relação aos resultados dos choques monetários e os agentes vão ter suas preferências ligadas às variáveis reais que interessam a política. Sendo o mercado feito de expectativas, isso é possível caso os agentes tenham confiança no governo e transparência e consistência sob as políticas adotadas. Sendo esses fatores normalmente expressos pela baixa expectativa de mudança de uma política adotada, os agentes costumam preferir gestores que seguem regras fixas ou que tenham

baixo nível de arbitragem em suas características.

#### **8.4 - Quantitative Easing**

Uma das principais questões da gestão de política monetária é o efeito que qualquer medida ou pronunciamento tem sobre as expectativas do mercado. Dessa maneira, gestão de políticas públicas sempre são meticulosamente pensadas antes de virem à tona. Quando falamos de quantitative easing, falamos de injeção de liquidez no mercado, basicamente um aumento da oferta de moeda de maneira bem simples. O governo compra ativos públicos e privados, aumentando a circulação de moeda rodando na economia e conseqüentemente gerando em curto prazo efeitos expansionistas. Normalmente essa injeção indireta de liquidez é feita através das reservas bancárias do balanço patrimonial do Banco Central e envolve as principais instituições financeiras do país, como o tesouro nacional e grandes bancos de investimento e varejo. Esse tipo de atribuição de liquidez normalmente gera um saldo extremamente positivo nos caixas das principais instituições financeiras do país que podem ceder mais crédito, com taxas mais baixas e assim fomentar o mercado.

A maior concessão de crédito a taxas mais baixas acaba tendo influência negativa nas taxas de investimento, isso porque títulos de dívida pagariam menos do que costumavam pagar, o que provocará uma migração para ativos de mais risco como a bolsa de valores ou movimentos ligados a empreendedorismo e consumo, o que no geral teria influência estimulativa ao nível de atividade econômica. Com o mercado aquecido, valorização de empresas e maior nível de consumo, essa medida também tem grande influência sobre as perspectivas dos agentes. Muito ligado ao que falei sobre credibilidade de política monetária. Com a injeção de liquidez, o mercado terá perspectiva de queda das taxas de juros e estará mais confiante em relação à política econômica do país. Visto agentes com expectativas racionais, isso poderia ter efeitos reais nas variáveis macroeconômicas.

Sendo uma política expansionista, o aumento de atividade pode gerar efeitos inflacionários no longo prazo. Voltando às questões de ajuste monetário citadas nos sub

capítulos de neutralidade de moeda e credibilidade monetária. No longo prazo, talvez o ajuste de preços e salários pudesse dissipar os efeitos na atividade econômica. Outro ponto importante é que a medida pode ter efeito sobre distribuição de renda. Já que a injeção de liquidez gera um aumento de caixa das principais instituições financeiras do país, a atitude que as mesmas historicamente tem de priorizar as parcelas mais ricas da população pode fazer com que os efeitos positivos se reflitam de maneira mais intensa em quem já tem mais dinheiro, dificultando ainda mais a situação de quem não tem. Dessa forma, mesmo sendo uma medida muito utilizada pelos governos para estimular as expectativas dos agentes do mercado, ainda assim encontra problemas citados nas outras seções deste capítulo e tem seus resultados relacionados à circunstância de execução da política.

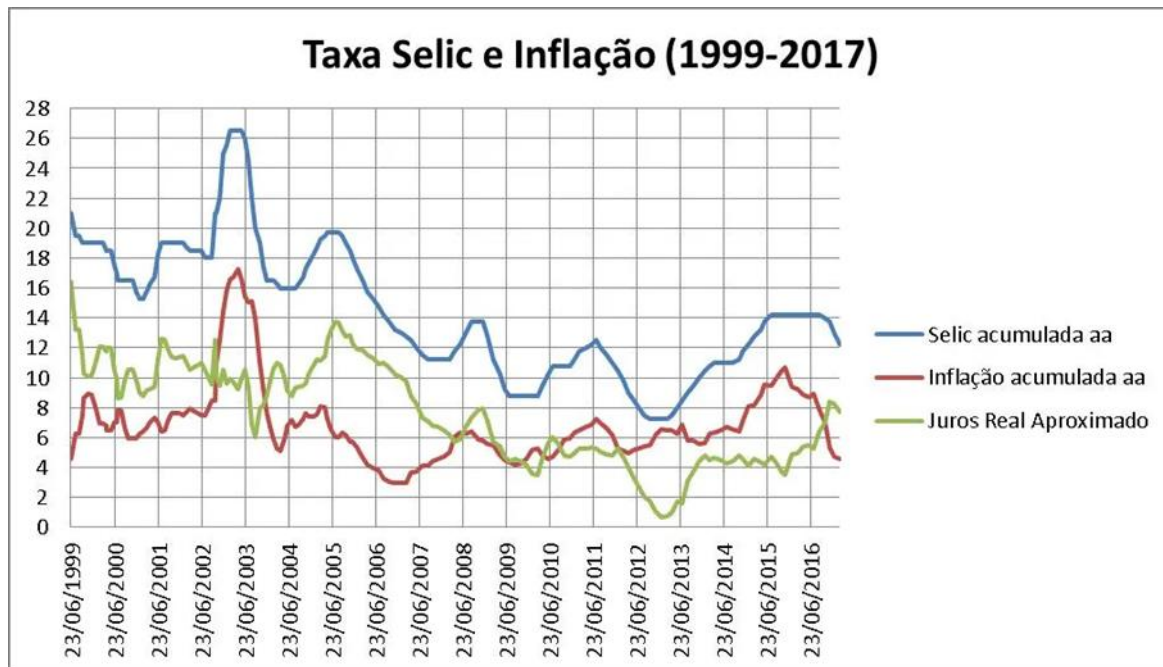
## 9 – Conclusão e teoria aplicada a momentos históricos

A partir do estudo realizado para o desenvolvimento desse trabalho, existem alguns pontos principais, em minha opinião, para uma relação estável entre inflação e taxa de juros e para que essa relação possa definir tanto para os agentes quanto para o próprio governo federal qual a trajetória a seguir com a política econômica. Voltando ao debate que me motivou a escolher esse tema e estudar sobre o assunto, durante a apresentação no Insper as falas de Marcos Lisboa, André Lara Resende, Samuel Pessoa e de Pedro Duarte englobam argumentos com um cunho teórico extremamente importante para a formação de teoria econômica e monetarismo. Entretanto, o que mais me chamou atenção foi um termo utilizado durante o debate, “ortodoxia”. A palavra em si se remete a uma verdade absoluta, mas vou considerar sua utilização como uma forma de consenso. Quando falamos sobre o debate de juros e inflação, não há um consenso teórico. Não há uma verdade absoluta em que se dite o que fazer. Por isso, quando falamos de gestão de política econômica fatores como consistência e credibilidade são tão importantes, já que governos diferentes tem objetivos e conceitos diversos, um mandato a seguir e a necessidade de apoio da sociedade, uma vez que sua expectativa define a realidade.

Contextualizando pelo período histórico brasileiro, levando em consideração todos os conceitos teóricos estudados, o período extremamente desenvolvimentista que antecede o Plano Real era pautado em um viés teórico completamente diferente do viés teórico do governo neoliberal de Fernando Henrique Cardoso. O legado hiperinflacionário que a década de milagre econômico deixou para o final do século passado confirma uma atitude imediatista de governantes, que buscam efeitos drásticos de curto prazo para chamar atenção da população sempre tentando maximizar a probabilidade de reeleição e nem sempre tendo responsabilidade fiscal e monetária. Toma-se como exemplo o plano de metas de Juscelino Kubitschek com o plano de desenvolvimento de 50 anos em 5, aumentando o nível de gastos do governo expressivamente.

Um período muito importante, quando falamos de inflação e juros, foi o composto

pelos mandatos de Fernando Henrique Cardoso e Luís Inácio da Silva. Isso, porque depois de muitos anos o Brasil começou a demonstrar consistência. Diria que o principal marco foi a criação do tripé macroeconômico que durante todo esse período foi o mais próximo de um consenso em como gerir política monetária. ( Imagem 6 )



Olhando a imagem, fica nítida uma tendência de queda das taxas de juros e dos índices inflacionários durante o período. Isso por conta da austeridade e responsabilidade do governo em sempre manter câmbio flutuante, meta de inflação e meta fiscal equilibrada. Na segunda metade da década de noventa, após o expressivo aumento das taxas de juros do país para conter o efeito hiperinflacionário e com o efeito quase imediato nos índices o arcabouço teórico por trás de toda pauta de governo mudou. A implementação do sistema de metas de inflação demonstrava para os agentes a missão do governo de manter o nível de preços equilibrado. Isso da um embasamento com credibilidade a sociedade. Após a eleição de Lula, o sinal de que se manteria o tripé macroeconômico como base da política econômica e a indicação de Henrique Meireles a presidência do Banco Central foi uma maneira de se dizer ao brasileiro que o que estava dando certo continuaria. O governo federal seguiria com consistência em relação a sua estrutura monetária, considerando a recente mudanças nas estruturas de preços do país graças a privatizações e abertura econômica. Assim se tem autoridade monetária, se acalma as expectativas dos agentes e se tem governabilidade.



Outro período importante de ser analisado é a transição do governo Lula para o governo Dilma. Durante o segundo mandato de Lula escândalos de corrupção começaram a gerar insatisfação e quebrar parte da credibilidade que o governo tinha com os agentes. Isso somado da quebra da Dilma do tripé macroeconômico para implementar um plano desenvolvimentista viria a gerar instabilidade na autoridade monetária, uma vez que isso havia sido o que havia provocado décadas atrás uma pressão inflacionária desregulada no país. Isso fica nítido na imagem 6 com o crescimento dos índice inflacionários e consequentemente das taxas de juros a partir de 2012 e iria ser um dos principais fatores para recessão que o país viria a enfrentar a partir de 2014.

Esses dois períodos explicitam os dois principais pontos que encontrei para relação entre juros e inflação durante esse estudo. Credibilidade e consistência. O mercado é formado de expectativas e mesmo estando sempre exposto a variáveis exógenas e diferente choques em curto prazo, o que mais influência as expectativas dos agentes, que no longo prazo tendem a influenciar as variáveis econômicas reais, é o nível de preocupação e habilidade que a autoridade monetária do governo federal tem sobre os instrumentos disponíveis para equilibrar o nível de preços e facilitar um cenário propício para atividade econômica.

## 10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Marcelo. **A Ordem do Progresso Edição Atualizada: Dois Séculos de Política Econômica no Brasil**. Elsevier Brasil, 2015.

HOWES, Robert. Latin America and the Marshall Plan: the critique from Brazil of Roberto Simonsen. **Journal of Transatlantic Studies**, p. 1-24, 2021.

SIMONSEN, Mário Henrique. A inflação brasileira: lições e perspectivas. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 5, n. 4, 1985.

LEWINSOHN, Richard. Eugênio Gudín-Princípios de Economia Monetária. **Revista Brasileira de Economia**, v. 1, n. 1, p. 110-113, 1947.

SIMONSEN, Roberto; GUDIN, Eugênio. **A controvérsia do planejamento na economia brasileira**. 2010.

MISHKIN, Frederic S. **Moeda, bancos e mercados financeiros**. Livros Técnicos e Científicos Editora, 2000.

MONTES, Gabriel Caldas; BASTOS, Julio Cesar Albuquerque. Metas de inflação e estrutura a termo das taxas de juros no Brasil. **Economia aplicada**, v. 15, p. 391-415, 2011.

BRITO, Ney O. Inflação e o mercado de Letras do Tesouro Nacional. **Revista Brasileira de Economia**, v. 38, n. 1, p. 189-210, 1984.

SACHSIDA, Adolfo. Inflação, desemprego e choques cambiais: uma revisão da literatura sobre a curva de Phillips no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 67, p. 549-559, 2013.

LOPES, Mariana de Lourdes Moreira; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; COLBANO, Fabiano Silvio. Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 32, p. 282-304, 2012.

ROCHA, Fabiana Fontes; SILVA, Elisa Paschoalotto da. **Teoria fiscal do nível de preços: um teste para a economia brasileira no período 1966-2000**. 2004.

LISBOA, Marcos de Barros. **A miséria da crítica heterodoxa: Segunda parte: método e equilíbrio na tradição neoclássica.** 1998.

FISHER, Irving; BARBER, William Joseph. **The rate of interest.** Garland Pub., 1907.

RESENDE, André Lara. **Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas.** Portfolio-Penguin, 2017.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley; STARTZ, Richard. **Macroeconomía.** Bookman Editora, 2013.

BARBOSA, Nelson. O desafio macroeconômico de 2015-2018. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 35, p. 403-425, 2015.

SIMONSEN, Mário Henrique. A inflação brasileira: lições e perspectivas. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 5, n. 4, 1985.

WALRAS, Leon. **Elements of pure economics.** Routledge, 2013.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. A teoria da credibilidade da política monetária. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 22, p. 429-448, 2020.