

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Curso de Ciências Econômicas

Fábio Xavier da Silveira Rosa

**POLÍTICA MONETÁRIA: UM ESTUDO DE
TAXA DE JUROS E INFLAÇÃO NO BRASIL**

São Paulo

2018

Fábio Xavier da Silveira Rosa

**Política monetária: um estudo de
taxa de juros e inflação no Brasil**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ribeiro Leite Neto

São Paulo

2018

Rosa, Fábio

Política monetária: um estudo de taxa de juros e inflação no Brasil / Fábio Xavier da Silveira Rosa. – São Paulo: Insper, 2018.

23 f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração.
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ribeiro Leite Neto

1. Taxa de juros 2. Inflação 3. Política monetária 4.

Ajuste à crise financeira

“So just as I want pilots on the planes that I fly, when it comes to monetary policy, I want to think that there is someone with sound judgement at the controls.

Assim como quero pilotos em aviões ao voar, gostaria de pensar que quando se trata de política monetária há alguém com algum senso de julgamento sólido no comando.”

Martin Feldstein

“Monetary policy is like juggling six balls... it is not 'interest rate up, interest rate down.' There is the exchange rate, there are long term yields, there are short term yields, there is credit growth.

Política monetária é como fazer malabarismo com seis bolas... Não tem nada de 'taxa de juros para cima, taxa de juros para baixo.' Existe taxa de câmbio, rendimentos de longo prazo, rendimentos de curto prazo, expansão do crédito.”

Raghuram Rajan

Resumo

Ao longo dos últimos anos, foi possível perceber o debate acerca de política monetária acirrar-se no Brasil. Seja pelos efeitos da crise financeira de 2008 e como ela foi enfrentada pelo governo da época, seja pelos recentes desdobramentos da recessão econômica que se instaurou a partir de 2015 e tem surtido efeitos até hoje, e como o governo anterior e o atual enfrentaram e tentaram mitigar e reduzir tais efeitos, o debate econômico tem dispendido longas parcelas de seu tempo à taxa de juros e seu papel sobre a economia e sociedade brasileiras. Este estudo tem como objetivo esmiuçar o contexto de política monetária que foi implantado no Brasil após a crise de 2008, com ênfase especial para a condução de políticas econômicas dos mandatos da presidente Dilma, de forma a esclarecer quais foram seus objetivos e resultados na condução monetária do país, e quais seus efeitos sobre outras variáveis macroeconômicas. Será feita uma análise qualitativa das políticas monetárias adotadas ao longo dos mandatos da presidente Dilma, com análise quantitativa de suas consequências para a economia doméstica e outras variáveis macroeconômicas, de modo a compreender o funcionamento da taxa de juros no Brasil e sua atuação como instrumento de política monetária.

Palavras-chave: Política monetária. Taxa de juros. Inflação. Crise financeira. Dilma. Brasil.

Abstract

For the past few years, the debate regarding monetary policy in Brazil has become more and more heated. Be it due to the effects of the 2008 financial crisis and how it was tackled by the government at the time, be it due to recent developments of the economic recession that has settled in Brazil since 2015, which still affects the economy to this day, and how the last and current governments handled and tried to mitigate and reduce its adverse effects, the economic debate has been spending a considerable amount of effort over interest rates and its role in Brazilian economy and society. This study aims at thoroughly unveiling which monetary policy was implemented in post-2008 Brazil, with special notes to the conduction of monetary policy during the Dilma administrations, as a means of clarifying its objective and outcomes as monetary policy itself, and its effects over other macroeconomic variables. To do so, first a qualitative analysis of the Dilma administrations' monetary policies will be carried out, with a quantitative analysis of its effects towards the domestic economy and other domestic macroeconomic variables, insofar as it is a means to understand the inner workings of Brazilian interest rates and its role as an instrument of monetary policy.

Keywords: Monetary policy. Interest rate. Inflation. Financial crisis. Dilma. Brazil.

Sumário

1. Introdução	8
2. Revisão da Literatura	8
3. Metodologia	12
4. Resultados Esperados	13
5. Regime de metas.....	15
6. Política monetária.....	17
7. Conclusão.....	20
8. Bibliografia	20

1. Introdução

Ao longo dos últimos anos, é possível perceber o debate acerca de política monetária acirrar-se no Brasil. Seja pelos efeitos da crise financeira de 2008 e como ela foi enfrentada pelo governo da época, seja pelos recentes desdobramentos da recessão econômica que se instaurou a partir de 2015 e tem surtido efeitos até hoje, e como o governo anterior e o atual enfrentam e tentam mitigar e reduzir tais efeitos, o debate econômico tem dispendido longas parcelas de seu tempo à taxa de juros e seu papel sobre a economia e sociedade brasileiras.

Muito se fala na mídia, em congressos, em debates e mesas redondas sobre o que deve ser feito, o que não deve, como fazê-lo, como não fazê-lo. Mas por vezes, premissas e embasamentos simples e conhecidos são ignorados ou não ditos ao formularem-se argumentos e até mesmo algumas políticas. Desde o desenvolvimento da Economia por Adam Smith até como a conhecemos hoje, premissas e fundamentos permeiam o conhecimento econômico e é de suma importância entender o que não está sendo dito e habita as entrelinhas.

Logo, faz-se necessária uma cuidadosa e meticulosa análise de como a ciência econômica trata a política monetária e sua relação com desenvolvimento econômico.

2. Revisão de Literatura

De acordo com Barboza (2015), a estabilização da política econômica, em especial da política monetária no Brasil, mesmo mais de 20 após a implementação do Plano Real, permanece incompleta, com a taxa de juros brasileira historicamente figurando entre as maiores do planeta, em muitos períodos ocupando a posição de mais alta. Para o autor, a existência de obstruções parciais aos mecanismos de transmissão da política monetária é uma das causas das altas taxas de juros observadas historicamente no país. Barboza argumenta que sem políticas que atuem na desobstrução de tais mecanismos de transmissão, atuações na política monetária acabariam apenas por intensificar a inflação e não a combateriam. A partir dessa abordagem, podemos compreender as altas taxas de juros durante a administração Dilma como uma resposta além da que seria necessária para tentar manter a economia em equilíbrio na ausência de tais obstruções. Para o caso

particular da política monetária do governo Dilma e os altos índices de inflação, é relevante ressaltar a presença de preços administrados na composição do índice de referência do regime de metas, o IPCA, em especial o represamento do preço real da gasolina e sua influência sobre o mercado de etanol e outros combustíveis em geral, a despeito de um mercado internacional de petróleo com preços consistentemente altos. Anedotizando, “a Petrobrás é a única empresa petroquímica que perde dinheiro com a alta do petróleo”.

Bresser e Nakano (2002) argumentam que o descompasso, e por vezes descontrole, da taxa de juros com relação a patamares globais ou até mesmo em relação a patamares de outros países emergentes deve-se ao fato da taxa de juros não cumprir apenas papel único de instrumento de controle do nível de preços, mas sim de ser mecanismo utilizado para atingir múltiplos objetivos como limitação da desvalorização cambial, atração de capital externo e fonte de renda nacional para melhor equilibrar o balanço de pagamentos, financiamento da dívida pública e reduzir o déficit fiscal através da captação de capital no mercado de títulos e controle da demanda interna de modo a estabilizar o déficit comercial. Mesmo passados 15 anos desde a análise dos autores, e por consequência a não aplicabilidade de alguns desses objetivos, a taxa de juros brasileira ainda é sim instrumento de múltiplos objetivos, além do controle inflacionário.

Oreiro e Paula (2011) parecem aprofundar e atualizar a tese de Bresser e Nakano argumentando que, ainda hoje, o mercado monetário e o mercado de dívida pública são extensamente conectados através da oferta de Tesouro Selic, antiga LFT, que rende juros indexados à taxa Selic. Esse tipo de título ocupa atualmente cerca de 31,5% da Dívida Pública Federal¹, sendo em 2018 o limite inferior de 31,0% e o limite superior de 35,0%². Ou seja, cerca de um terço do mercado da dívida pública brasileira está atrelado ao mercado monetário, o que implica uma taxa de juros ainda fortemente pensada como mecanismo de atração de capitais internacionais e de movimentação da dívida pública através do mercado de títulos públicos, levando a políticas monetárias por vezes com aspectos paradoxais e que destoam de uma política monetária ortodoxa, ou até mesmo responsável. Ainda, os

¹ Relatório Anual da DPF 2017, STN;

² Plano Anual de Financiamento do Tesouro Nacional 2018, STN;

autores argumentam que para manter um equilíbrio sustentável no mercado de dívida pública, faz-se necessária uma elevada taxa de juros devido à instabilidade fiscal brasileira, chegando os autores a relacionar essa componente da dívida como uma estrutura financeira “Ponzi”. Embora a instabilidade das contas públicas federais tenha sido reduzida recentemente, o que reduziria parte do efeito contaminante sobre a política monetária através dos títulos públicos, questiona-se o quão eficaz de fato será a reforma previdenciária nos moldes em que é discutida no Legislativo, bem como quão sustentável é a baixa taxa de juros atualmente aplicada pelo CMN, em face de tais considerações sobre um objetivo secundário da taxa de juros. Isso leva a crer que haverá no médio prazo um aumento da mesma, retornando para patamares mais elevados para manter a rolagem da dívida sob um sistema previdenciário e contas públicas ainda apresentando problemas. Caso a necessidade de financiamento do setor público não seja plenamente resolvida, e mantenha-se a estrutura da dívida pública com alta composição de títulos indexados à taxa de juros, esse problema persistirá e os juros permanecerão altos.

Um dos principais artigos utilizados na elaboração do trabalho a seguir será Saraiva, De Paula e Modenesi (2014), que servirá de base estrutural para condução da análise. O objetivo do artigo selecionado é analisar políticas monetárias não convencionais adotadas nos EUA e suas implicações sobre a teoria econômica, em especial políticas de crédito e quase débito. Embora o artigo seja focado nas políticas implantadas nos EUA, sua abordagem de políticas não convencionais é de suma importância. O artigo desenvolve a relação entre Novo Consenso Macroeconômico e as políticas monetárias adotadas nos EUA pós-crise financeira de 2008, abordagem análoga a que se pretende adotar no desenvolvimento monográfico acerca das políticas econômicas e monetária dos governos Dilma.

O artigo começa o desenvolvimento do tema situando a ortodoxia macroeconômica acerca da taxa de juros e política monetária, e como o Novo Consenso Macroeconômico diverge do antigo, e quais as implicações teóricas e práticas de tais divergências, como por exemplo o papel do Banco Central e seus instrumentos para desempenhar tal papel. Para analisar tais distinções, os autores debruçam-se sobre os mecanismos de transmissão das políticas monetárias não convencionais, para em seguida listar as principais políticas adotadas de forma a reintroduzir liquidez no mercado estadunidense e algumas de suas características

principais, bem como os períodos mais definidos em que as PMNC estadunidenses podem ser subdivididas.

A seguir, os autores analisam as principais políticas de provisão de liquidez e empréstimos, seus montantes e taxas praticadas em cada tipo de política, bem como seus objetivos e prazos específicos e efeitos sobre taxas de câmbio variadas devido à escala da crise financeira e à condição central da economia estadunidense. Subsequentemente, os autores avaliam as políticas de compra de ativos em larga escala adotadas pelo governo norte-americano, explicitando seus efeitos sobre o balancete do FED, assim como montantes dos principais programas de *quantitative easing* empregados pelo governo.

Na seção seguinte, os autores avaliam uma série de evidências empíricas dos impactos das políticas adotadas sobre as condições financeiras e macroeconômicas, analisando as consequências das políticas implementadas sobre as variáveis macroeconômicas, em especial sobre a taxa de juros e os spreads dos programas mais relevantes.

A conclusão dos autores acerca do tema discorre sobre pontos que contribuíram para a eficácia das PMNC empregadas, bem como pontos que poderiam ter sido mais bem enfrentados, a maneira em que gradualmente os instrumentos de política monetária foram se alterando e se fazendo necessário inovar. Os autores avaliam que grande parte da eficácia suposta dos programas adotados deriva da escala dos recursos monetários e financeiros dispendidos para o reequilíbrio econômico e dos mercados financeiros, bem como da ausência de prova contra factual caso tais programas e incentivos não tivessem sido empregados. Em último caso, os autores questionam a validade do Novo Consenso Macroeconômico, à medida que a orientação para frente da política monetária é aceita como o único instrumento capaz de afetar a taxa de juros de longo prazo e esta a demanda, quando as taxas de curto prazo encontram-se próximas a zero. Implicação importante deste questionamento que parece emergir é o fato de que a moeda afeta as decisões dos agentes e consequentemente o produto e o emprego de uma economia.

Mas, para entender de que maneira as argumentações supracitadas relacionam-se com o estudo econômico da política monetária empregada no Brasil, são necessárias algumas etapas bem estabelecidas de análise, a seguir.

3. Metodologia

Este trabalho consistirá em uma pesquisa aplicada, com elementos qualitativos e quantitativos.

Baseando-se no artigo selecionado, seguir-se-á uma construção metodológica similar, onde primeiro será explorado o contexto teórico do arcabouço econômico anteriormente à crise que originou a necessidade de políticas monetárias heterodoxas, seguido de uma análise das políticas adotadas, seus objetivos, suas premissas e mecanismos, avaliando sua eficácia e eficiência, bem como seu embasamento teórico. Subsequentemente, serão avaliadas evidências empíricas dos resultados de tais políticas e programas, seguidas de uma avaliação final acerca da eficiência em geral da política monetária dos governos Dilma e sua capacidade de enfrentar a crise financeira e seus efeitos sobre a economia brasileira, bem como os efeitos das próprias políticas econômicas e monetária sobre a economia nacional.

Para tal, os procedimentos metodológicos a serem realizados serão:

- Fazer uma análise quantitativa e qualitativa das recentes alterações na política monetária brasileira, seus embasamentos e objetivos como política de governo, suas premissas e seus resultados sobre a economia brasileira e suas principais variáveis macroeconômicas. Esta etapa tem como objetivo reunir dados e informações acerca de variáveis socioeconômicas brasileiras para melhor embasar as etapas seguintes
- Elaborar uma abordagem acerca da política monetária brasileira a partir de economistas clássicos e contemporâneos, avaliando a comprovação de suas teorias, a validade de suas conclusões e quais possíveis causas de desvios da conjuntura econômica em relação à teoria clássica. Neste ponto, tentar-se-á entrelaçar a abordagem econômica clássica com a

abordagem econômica atual sobre política monetária e compreender de que maneira o Brasil encara taxa de juros e sua aplicação.

- Realizar revisão de literatura acerca de política monetária da Economia Clássica, bem como de política monetária no Brasil. Esta etapa visa explicar os dados, informações e análises da primeira etapa e como compreender tais análises e suas consequências para o ambiente econômico brasileiro.

Para as análises quantitativas, serão usados dados macroeconômicos brasileiros dos últimos 20 anos, como taxa de juros ou suas *proxys* (e.g. Selic e taxa CDI), PIB, renda per capita, desemprego, taxa de câmbio, consumo, etc., fornecidos por órgãos idôneos e ilibados como BC, IBGE, IPEA, B3, FGV. Tais dados serão utilizados em análises descritivas para suportar ou refutar conclusões teóricas.

Com essas análises, o objetivo é poder entender que forma a teoria econômica explica políticas monetárias brasileiras recentes bem como seus efeitos sobre a economia e a crise econômica brasileira, de modo a avaliar a eficácia, eficiência e resultados de tais políticas monetárias.

4. Resultados Esperados

Tentando manter a análise e suas conclusões o mais isentas de viés político ou ideológico, espera-se que o arcabouço teórico acerca de políticas monetárias e regime de metas de inflação, como relaxamento de metas de inflação e outras medidas tomadas durante os governos Dilma, rejeite a condução econômica da presidente Dilma como método de combate a crises com choques contra-cíclicos, bem como o embasamento teórico e de premissas da equipe econômica dos governos Dilma.

Com efeito, espera-se que as análises e dados empíricos sustentem a tese de que as políticas monetárias do modo como foram conduzidas pela presidente Dilma não foram capazes de combater os efeitos da crise financeira, tendo sido responsáveis pelo agravamento de tais efeitos, levando a economia brasileira a uma crise, que foi por sua vez agravada pelo uso de políticas monetárias heterodoxas,

gerando a recessão econômica recente que culminou na crise política e social dos anos de 2015 e 2016.

5. Regime de metas

O regime de metas para a inflação é um regime monetário no qual o banco central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação efetiva esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente, que se caracteriza usualmente por quatro elementos básicos, sendo eles: conhecimento público de metas numéricas de médio prazo para a inflação; comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária; estratégia de atuação pautada pela transparência para comunicar claramente o público sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões de política monetária; mecanismos para tornar as autoridades monetárias responsáveis pelo cumprimento das metas para a inflação. Assim sendo, é insuficiente apenas divulgar metas quantitativas para a inflação, sendo necessário fazê-lo de maneira transparente, clara e fidedigna, também prestando contas acerca da condução da política monetária. No caso brasileiro, o Banco Central compromete-se a perseguir uma inflação média de 4,5% ao ano, que é o centro da banda de dois pontos percentuais acima ou abaixo.

Embora explicitamente o objetivo do regime de metas para a inflação seja o controle do nível de preços do país, existe uma gama de objetivos secundários ou implícitos a este regime monetário. O primeiro destes é criar ou aumentar o grau de confiança dos agentes inseridos na economia, à medida que fornece uma âncora para as expectativas de aumento do nível de preços e de variáveis a ele atreladas, como crescimento econômico e taxa de juros, entre outros. É através desta ancoragem de expectativas que o Banco Central visa diminuir a assimetria intertemporal de informação dos agentes, de modo que estes possam melhor tomar decisões de consumo, investimento, poupança, contratação, educação e outras que dependem de um conhecimento dessas variáveis conectadas ao nível de preços, crescimento e taxa de juros. Além de aumentar o grau de confiança dos agentes através de uma menor assimetria de informação intertemporal, a adoção de um regime de metas para a inflação também visa fornecer um maior grau de estabilidade econômica no contexto de um tripé macroeconômico, formado por

regime de metas para a inflação, regime de câmbio flutuante e busca de superávit primário.

Sob o regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio é determinada através da oferta e demanda por dólares e por reais no mercado de câmbio, além do risco percebido pelos agentes nesse mercado sobre cada uma dessas moedas e o ambiente econômico em que se inserem. Mesmo que oficialmente o câmbio brasileiro seja flutuante, ele acaba sofrendo de intervenções do Banco Central em momentos de alta volatilidade e tornando-se um câmbio flutuante comumente chamado de sujo. Tal atuação do Banco Central deveria ocorrer “de forma ocasional e limitada, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio”, de acordo com o próprio banco, mas acaba por acontecer de forma muito ativa e corriqueira, o que por sua vez faz com que o câmbio não possa atuar como um mecanismo de adaptação a choques domésticos e internacionais, como, por exemplo, na taxa de juros de economias externas. Além disso, a taxa de câmbio acaba por ser um dos preços da economia e o mecanismo de transmissão de preços e custos externos à inflação nacional, e seu controle pelo Banco Central também acaba desempenhando papel importante no controle inflacionário, o que fornece mais um motivo político para o câmbio flutuante sujo.

Já a busca por superávit primário tem como objetivo demonstrar a responsabilidade financeira e fiscal do governo, no tangente à política tributária e de gastos públicos, de modo que não se crie uma percepção de aumento do risco atrelado ao pagamento da dívida atual do país, bem como de qualquer possível futura dívida que venha a ser emitida, de forma que o governo não precise pagar prêmios pelo risco superiores aos atuais, e que os agentes continuem comprando títulos da dívida pública para sustentar qualquer desequilíbrio eventual de despesas e arrecadações públicas.

Para Montes (2008), a influência sobre a inflação da reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e suas políticas acaba por, em última instância, afetar o comportamento do produto e da renda, uma vez que tanto a força reputacional da autoridade monetária quanto seu tipo de reputação, assim como a transparência com que atua, exercem papel de destaque sobre a formação de expectativas dos agentes econômicos. De acordo com o autor, a estabilidade de

preços deve ser entendida como um conceito que vai além de uma simples taxa baixa e estável de inflação, mas como um estado marcado por expectativas baixas e estáveis de inflação, em que a incerteza inflacionária é reduzida. Blinder (1995) discorre que estabilidade de preços é uma situação em que pessoas comuns no curso de seus afazeres e negócios cotidianos não pensam ou se preocupam com inflação. Woodford (2005) define que maiores informações por parte dos agentes de mercado acerca das decisões de política do banco central podem afetar as expectativas desses agentes acerca da sua expectativa da trajetória futura das taxas de juros *overnight*, e não apenas acerca de seu nível atual, e que o entendimento dos agentes não apenas sobre as ações atuais do banco central, mas do que se espera que o banco central possa fazer no futuro, é crucial para a eficácia de suas políticas. Para que haja um alongamento do horizonte de planejamento das empresas, incluindo previsões relacionadas a receitas e despesas esperadas pelos empresários, é fundamental que exista um ambiente de inflação baixa e estável, para que as informações sejam menos incertas, e aqueles possam melhor tomar decisões de expansão e investimento, o que afeta o crescimento do produto e da renda. Para atingir tal objetivo, é necessário construir uma reputação forte, com alta credibilidade através da transparência, onde se faz aquilo que se anuncia e sinaliza, para poder induzir os agentes econômicos a tomarem decisões alinhadas com seus objetivos de política monetária.

6. Política monetária dos governos Dilma

Em um cenário de não-neutralidade da moeda, uma reputação fraca, com pouca credibilidade e baixa transparência, cria um ambiente que fomenta inflação, crescimento intermitente ou até recessão, e alta preferência por liquidez. Caso esse trinômio seja revertido, é possível voltar a atenção da autoridade monetária para gerenciamento da demanda e oferta de crédito bem como da gestão de liquidez da economia, promovendo maior concorrência no setor financeiro de modo a estimular taxas de mercado a convergirem para as taxas básicas de juros, aumentando a oferta e tipos de crédito disponíveis para os agentes, ou seja, estimulando investimento no geral. Com tal redução dos custos financeiros, surge a possibilidade de promoção de reduções nos preços praticados pelas firmas que, quando somada à maior concorrência no mercado, leva ao fortalecimento de um limitador para a retomada do processo inflacionário. Além disso, com expectativas de inflação em

conformidade com a meta para inflação, bem como a própria inflação sob controle, a autoridade monetária ganha maior liberdade para atuar em políticas sobre o lado real da economia, reduzindo comportamentos indesejados de investimento, diminuindo incertezas intrínsecas à atividade investimento em ativos fixos e expansão da capacidade produtiva da economia.

Foi na contramão desse processo que a política monetária dos governos Dilma foi implementada. Ao tentar trazer crescimento econômico a qualquer custo, mesmo a despeito do tripé macroeconômico, Dilma acabou por obter o resultado contrário, graças à deterioração dos mecanismos de alinhamento e ancoragem das expectativas dos agentes, o que levou à ineficácia da política monetária e a uma recessão. Durante o governo Dilma, foi instaurada a ideia de que crescimento deveria ser o objetivo de governo primário, e com isso o Brasil acumulou déficits primários e inflação bem acima do teto da meta. No decorrer de um período de crise econômica, o governo aumentou drasticamente seus gastos em uma tentativa de estímulo maciço à economia, muitas vezes adotando abordagens de investimento de dinheiro público em empresas através do BNDES, de forma similar à política de campeões nacionais adotada por Lula, o que acabou por gerar grandes ineficiências e concentração de poder de mercado. Com o fracasso desse tipo de medida, o governo Dilma optou por aumentar o escopo das mesmas, afirmando que era uma questão de chegar à escala adequada. Com isso, surgiram rombos orçamentários e inflações que não eram vistas desde a instabilidade gerada pela eleição de Lula, e que continua a ser a maior observada nos últimos 15 anos. A adoção desenfreada desse tipo de medida acabou levando a uma grave deterioração do produto brasileiro e a elevadas taxas de desemprego na crise que se sucedeu, como visto nas figuras abaixo.



Figura 1. Inflação brasileira nos últimos 18 anos

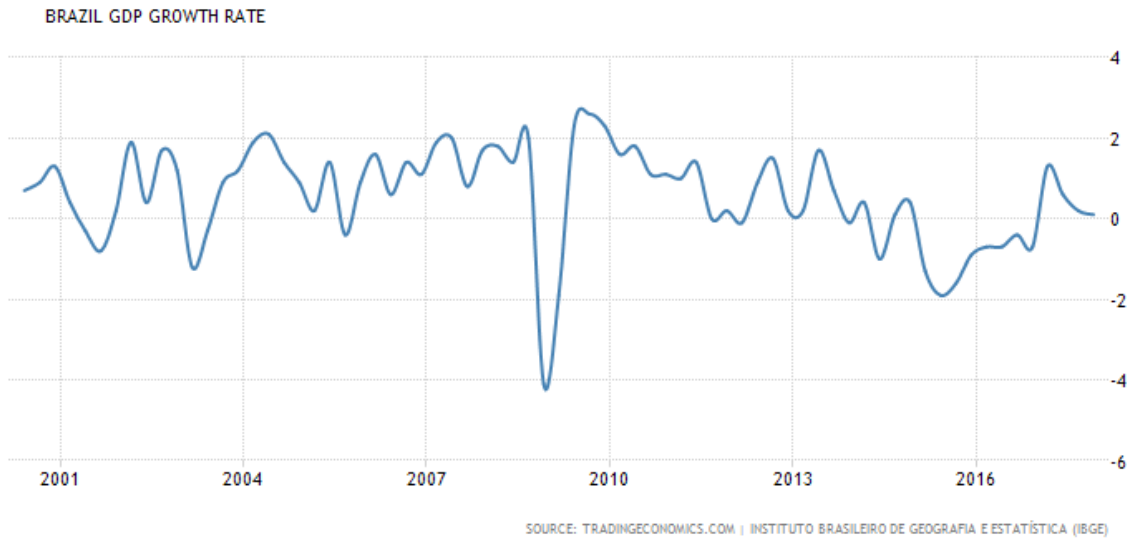


Figura 2. Crescimento do PIB brasileiro nos últimos 18 anos



Figura 3. Taxa de desemprego no Brasil desde 2013

Além do exposto acima, com a crise financeira global, passou-se a valorizar maiores regulamentações financeiras, em uma tentativa de combate aos riscos sistêmicos e maior estabilidade do sistema financeiro. Nesse contexto surgiram as medidas macroprudenciais, que utilizam instrumentos de regulação para ajudar a diminuir riscos sistêmicos que podem se desenvolver durante ciclos financeiros, provendo maior estabilidade financeira. No caso brasileiro, as medidas macroprudenciais foram adotadas para permitir a atuação do Banco Central Brasileiro como provedor de reais e dólares, de modo a evitar o estrangulamento das operações interbancárias e de crédito, tentando minimizar os efeitos da crise externa. Além disso, foram estabelecidas novas regulamentações sobre os bancos brasileiros, como novos níveis de depósitos compulsórios exigidos pelo Banco Central, limites no crédito ou no crescimento do crédito e requisitos de capital anticíclico e provisionamento dinâmico no tempo.

Com essa nova regulamentação e maior controle de fluxo de capitais, houve uma maior interrupção dos mecanismos de transmissão da política monetária no governo Dilma, o que levou à necessidade de elevação da taxa básica de juros a patamares muito altos para o contexto econômico de crise, aprofundando ainda mais os efeitos da mesma e gerando uma maior redução do produto.



Figura 4. Taxa básica de juros no Brasil nos últimos 18 anos

7. Conclusão

Resumindo o cenário econômico dos governos Dilma, houve uma grande expansão fiscal, com altos gastos e investimentos em companhias e setores específicos, numa continuação das políticas de estímulo do crescimento dos governos Lula. No entanto, diferentemente do período de Lula, o Brasil enfrentava uma grave crise financeira global e efeitos de uma grave crise fiscal na Europa. Além disso, havia uma crescente regulamentação do sistema financeiro que acabou por elevar os custos de se realizar política monetária, uma vez que obstruiu, ainda mais do que já o são no Brasil, os mecanismos de transmissão da política monetária. Somou-se a isso um abandono do compromisso com o tripé macroeconômico e da busca por responsabilidade fiscal e estabilidade de preços, o que levou a uma grave deterioração da reputação e credibilidade do Banco Central em atingir a meta para inflação no futuro e de honrar suas dívidas. Foram todos esses fatores em conjunto que levaram às altas taxas de juros no Brasil nos governos Dilma, e que acabaram por fazer com que forças econômicas e políticas a removessem do poder.

8. Bibliografia

ALMEIDA, R.; ZANLORENSSI, G. (2017); "A trajetória do preço do combustível no Brasil nos últimos 16 anos". *Jornal Nexo*, 16 out 2017. Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/grafico/2017/10/16/A-trajet%C3%B3ria-do->

pre%C3%A7o-do-combust%C3%ADvel-no-Brasil-nos-%C3%BAltimos-16-anos>
Acesso em: 21 abr. 2018.

BARBOZA, R. de M. (2017); Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 35, nº 1 (138), pp. 133-155, jan. 2015. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/138-8.PDF>>. Acesso em 24 set. 2017.

BLINDER, A. (1995); "The strategy of monetary policy". *The Region*. Set. 1995

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. (2002); "Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade". **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 3 (87), pp. 146-180, jul. 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-10.pdf>>. Acesso em 24 set. 2017.

CASTRO, J. R. (2017); "O que é tripé macroeconômico. Ele ainda existe no Brasil?". *Jornal Nexo*, 7 nov. 2016. Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/expresso/2016/11/07/O-que-%C3%A9-o-trip%C3%A9-macroecon%C3%B4mico.-Ele-ainda-existe-no-Brasil>> Acesso em 21 mai. 2018.

DA SILVEIRA, J. J.; LIMA, G. T. (2014); Conquering credibility for monetary policy under sticky confidence. *42º Encontro Nacional da Anpec*, Natal, 2014. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2014/submissao/files_l/i4-38ec275bc837d719cf347fa69c5637a0.pdf>. Acesso em 29 out. 2017.

MENDONÇA, H. F. (2007); "Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados". **Revista de Economia Política**, vol. 27, nº 3 (107), pp. 431-451, jul. 2007. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/107-7.PDF>> Acesso em 10 abr. 2018.

MONTES, G. C. (2008); "Metas de inflação em perspectiva: a influência do trinômio reputação-credibilidade-transparência sobre a economia". **Revista de Economia Política**, vol. 28, nº4 (112), pp. 648-668, out. 2008. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/112-7.PDF>> Acesso em 14 abr. 2018.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (2011); "A Escolha de Sofia". *Jornal Valor Econômico*, 24 jun. 2011.

QUINTANILHA, L. da S. (2016); "Medidas Macroprudenciais". Rio de Janeiro, 2016.

SARAIVA, P. J.; DE PAULA, L. F.; MODENESI, A. de M. (2014); A crise financeira americana e as implicações para a política monetária. *42º Encontro Nacional da Anpec*, Natal, 2014. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2014/submissao/files_l/i7-96142a884149f915822f42bd601daa8a.pdf>. Acesso em 29 out. 2017.

SERRANO, F. (2010); "Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil". **Revista de Economia Política**, vol. 30, nº1 (117), pp. 63-72, jan. 2010. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/117-4.PDF>> Acesso em 19 abr. 2018.

WOODFORD, M. (2005); “Central Bank Communication and Policy Effectiveness”. NBER *Working Paper* 11898, nov. 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11898>> Acesso em 18 mai. 2018.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida Pública Federal**: Relatório Anual 2017. Brasília, 2018, n. 15.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida Pública Federal**: Plano Anual de Financiamento 2018. Brasília, 2018, n. 18.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Programa de Educação Financeira. **Série Perguntas Mais Frequentes**: Regime de Metas para a Inflação no Brasil, 2016.