

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**ROCHELLE DOS SANTOS NARDI**

**O DEBATE RECENTE SOBRE A NECESSIDADE DE REDUÇÃO DA TAXA DE  
JUROS BÁSICA NO BRASIL**

**Porto Alegre**

**2017**

**ROCHELLE DOS SANTOS NARDI**

**O DEBATE RECENTE SOBRE A NECESSIDADE DE REDUÇÃO DA TAXA DE  
JUROS BÁSICA NO BRASIL**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

**Porto Alegre**

**2017**

### CIP - Catalogação na Publicação

Nardi, Rochelle dos Santos  
O DEBATE RECENTE SOBRE A NECESSIDADE DE REDUÇÃO  
DA TAXA DE JUROS BÁSICA NO BRASIL / Rochelle dos  
Santos Nardi. -- 2017.  
68 f.  
Orientador: Fernando Ferrari Filho.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2017.

1. Política monetária. 2. Taxa de juros. 3.  
Inflação. 4. Brasil. I. Ferrari Filho, Fernando,  
orient. II. Título.

**ROCHELLE DOS SANTOS NARDI**

**O DEBATE RECENTE SOBRE A NECESSIDADE DE REDUÇÃO DA TAXA DE  
JUROS BÁSICA NO BRASIL**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, \_\_\_\_ de \_\_\_\_ de 2017.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho – Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva  
UFRGS

---

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss  
UFRGS

## AGRADECIMENTOS

Meu primeiro agradecimento vai à FCE pela pessoa que me tornei nesse período. Eu vi muitos colegas entrarem empolgados e desmotivarem ao longo do curso. Não posso culpá-los, porque nem sempre foi fácil se manter motivada. Agradeço à FCE por me ensinar a ser insistente, por não ter medo de desafios e, principalmente, por me ensinar a ser independente e procurar inspiração em mim mesma.

Por falar em inspiração, agradeço a uma pequena porção de professores que compartilharam suas experiências e me fizeram querer viver também. Sou especialmente grata pela confiança do meu orientador, Dr. Fernando Ferrari Filho. Agradeço também às inspirações que, obrigatoriamente, procurei quando precisei de motivação para manter meu percurso.

O que levo de melhor da FCE são as pessoas que conheci nesses anos. Sem o apoio de todos, essa etapa não seria possível. Agradeço às colegas que me acompanharam desde o início do curso e que se tornaram minhas irmãs, Gabriele e Nathalia, e àqueles que me acolheram ao longo do curso, Jonathan, Patrícia e Rodrigo, pela amizade, motivação, trocas de conhecimento (ou não) e pelas experiências, e ao Rafael, como reconhecimento por toda a paciência e dedicação comigo nesses anos.

Agradeço também todo amor da minha família. Ao meu pai por me inspirar na busca pelo conhecimento amplo e por debates com conteúdo. À minha mãe por me ensinar a lidar com as durezas da vida e a recomeçar quantas vezes for necessário. À minha irmã, por ter sido tantas pessoas na minha vida que eu já perdi a conta.

Agradeço à sociedade por ter me proporcionado essa formação de excelência que mudou a minha vida e, também, pelo histórico que me proporcionou conhecimento e emoção. Concluo, então, minha graduação com muito mais brilho nos olhos do que entrei, orgulhosa do que construí, mas nem perto de satisfeita e ansiosa pelos próximos capítulos.

## RESUMO

Superado o problema da inflação alta e crônica, esperava-se que, após a adoção do câmbio flutuante a taxa de juros no Brasil fosse reduzida. No entanto, esta permanece em níveis elevados, comprometendo o desempenho da economia brasileira. Dessa forma, é relevante a discussão sobre as causas da persistência da elevação da taxa de juros. A literatura aborda seis explicações para essa persistência: 1) incerteza jurisdicional; 2) inconvertibilidade do real; 3) a ineficácia da política monetária; 4) os desequilíbrios fiscais; 5) a existência de equilíbrios múltiplos; e 6) a convenção a favor do conservadorismo da política monetária. Recentemente, André Lara Resende trouxe a discussão da fronteira acadêmica dos países desenvolvidos, que convivem com taxas de juros quase nulas e inflação baixa e estável, para a conjuntura brasileira recente de inflação e juros elevados com crescimento negativo, propondo, através da equação de Fischer, que a taxa de juros nominal funciona como balizador das expectativas inflacionárias, implicando um resultado contrário àquele proposto pela teoria. No curto prazo, a redução da inflação via aumento da taxa de juros nominal é explicada pela Teoria Fiscal do Nível de Preços através do menor valor presente da dívida pública. O trabalho retoma, através de revisão bibliográfica, o debate sobre as causas da elevação da taxa de juros adicionando a contribuição de Resende. Discute-se o impacto dessa persistência na economia brasileira. Nota-se que a inflação tem-se mantido elevada dada a baixa contribuição dos preços livres, que são impactados diretamente pela taxa de juros, no IPCA. Dessa forma, a transmissão de uma elevação da taxa de juros dá-se de maneira desproporcional entre o PIB e a inflação, deixando claro que a condução da política monetária tem sido custosa em termos de produto.

**Palavras-chave:** Brasil. Política monetária. Taxa de juros. Inflação. Selic.

## ABSTRACT

Once the problem of high and chronic inflation was overcome, it was expected that, after the adoption of the floating exchange rate, the interest rate in Brazil would be reduced. However, it remains at high levels, compromising the performance of the Brazilian economy. Thus, the discussion on the causes of the persistence of the interest rate increase is relevant. The literature addresses six explanations for this persistence: 1) jurisdictional uncertainty; 2) inconvertibility of the real; 3) the ineffectiveness of monetary policy; 4) fiscal imbalances; 5) the existence of multiple equilibria; and 6) the convention in favor of the conservatism of monetary policy. Recently, André Lara Resende brought the discussion of the academic frontier of the developed countries, which coexist with almost zero interest rates and low and stable inflation, to the recent Brazilian conjuncture of inflation and high interest rates with negative growth, proposing, through Fischer's equation, that the nominal interest rate acts as a guide to inflationary expectations, implying a result contrary to that proposed by the theory. In the short term, the reduction of inflation through an increase in the nominal interest rate is explained by the Fiscal Theory of the Price Level through the lower present value of the public debt. The paper resumes, through a bibliographical review, the debate on the causes of the increase of the interest rate adding the contribution of Resende. The impact of this persistence on the Brazilian economy is discussed. It should be noted that inflation has remained high given the low contribution of free prices, which are directly impacted by the interest rate, in the IPCA. Thus, the transmission of a rise in the interest rate occurs disproportionately between GDP and inflation, making it clear that the conduct of monetary policy has been costly in terms of output.

**Keywords:** Brazil. Monetary policy. Interest rate. Inflation. Selic.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01 – Evolução do PIB real, da taxa de desocupação e da inflação, 2013-2016 .....	38
Gráfico 02 – Performance da inflação sob o regime de metas, 1999-2016 .....	49
Gráfico 03 – Taxas de juros real e nominal, 1999-2016 .....	50
Gráfico 04 – Dólar comercial - média mensal, 1999-2016 .....	51
Gráfico 05 – Impacto dos preços livres no IPCA anual, 2001-2016 .....	53
Gráfico 06 – Inflação acumulada 12 meses, 2000-2016 .....	54
Gráfico 07 – Taxa de inflação (% ao ano), 1999-2016 .....	55
Gráfico 08 – Variação do PIB real (% ao ano), 1999-2016 .....	55

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 01 – O efeito inflacionário da alta de juros .....	35
Figura 02 – Intervalo de Flexibilidade do arranjo institucional do RMI.....	45

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 01 – Decomposição da inflação anual recente (em percentual do índice), 2012-2016 ....	28
Tabela 02 – Peso dos preços livres no IPCA, 2003-2009 .....	51
Tabela 03 – Indicadores fiscais (% PIB), 2002-2016 .....	55

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
DRU	Desvinculação das Receitas da União
FEF	Fundo de Estabilização Fiscal
FSE	Fundo Social de Emergência
IGP	Índice Geral de Preços
IPA	Índice de Preços por Atacado
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
LBC	Letras do Banco Central
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PAI	Plano de Ação Imediata
PIB	Produto Interno Bruto
PR	Plano Real
RMI	Regime de Metas de Inflação
TFNP	Teoria Fiscal do Nível de Preços
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TQM	Teoria Quantitativa da Moeda

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>MOEDA, POLÍTICA E TAXA DE JUROS</b> .....	<b>14</b>
2.1	TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.....	14
2.2	A TEORIA KEYNESIANA.....	15
2.3	A ABORDAGEM MONETARISTA.....	18
2.4	OS NOVOS-CLÁSSICOS E AS EXPECTATIVAS RACIONAIS .....	20
2.5	O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO .....	22
<b>3</b>	<b>A DISCUSSÃO SOBRE JUROS NO BRASIL</b> .....	<b>24</b>
3.1	A INCERTEZA JURISDICIONAL.....	24
3.2	A INCONVERSIBILIDADE DO REAL.....	26
3.3	INEFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA .....	28
<b>3.3.2</b>	<b>Resistência inflacionária</b> .....	<b>28</b>
<b>3.3.3</b>	<b>As Letras Financeiras do Tesouro</b> .....	<b>30</b>
3.4	RESULTADO FISCAL E TAXA DE JUROS .....	32
3.5	MÚLTIPLOS EQUILÍBRIOS .....	35
3.6	CONVENÇÃO CONSERVADORA .....	36
3.7	O DEBATE SOBRE A TAXA DE JUROS A PARTIR DE FATOS ESTILIZADOS SOBRE AS <i>PERFORMANCES</i> ECONÔMICAS BRASILEIRA E INTERNACIONAL	37
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DA PERFORMANCE DA ECONOMIA BRASILEIRA SOB TAXAS DE JUROS ELEVADAS</b> .....	<b>44</b>
4.1	ASPECTOS INSTITUCIONAIS .....	44
4.2	POLÍTICA MONETÁRIA: 1999-2016 .....	48
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>58</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>60</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A superação da alta e crônica inflação brasileira contou com seis tentativas de estabilização antes do Plano Real (PR). Esta somente foi possível com a combinação de câmbio relativamente fixo e juros altíssimos para atrair capitais externos e elevar as reservas internacionais que fariam frente às importações, uma vez que essas supririam a demanda doméstica a fim de conter pressões inflacionárias. Dessa forma, o início do PR foi marcado pela valorização cambial.

Poucos anos mais tarde, uma série de ataques especulativos às economias emergentes – México, Ásia e Rússia – acabaram atingindo o Brasil. A saída maciça de reservas colocou em xeque a manutenção do regime de câmbio relativamente fixo e temia-se pela volta do descontrole inflacionário. A adoção de uma estratégia gradualista de desvalorização não foi suficiente e, em janeiro de 1999, a situação tornou-se insustentável e o Banco Central do Brasil (BCB) deixou o câmbio flutuar. Passados os efeitos iniciais, o câmbio acomodou-se sem grandes efeitos inflacionários.

Nesse mesmo ano, o regime de metas de inflação (RMI), já praticado em outros países, foi adotado no Brasil. O Regime consiste no estabelecimento de uma meta de inflação, que funciona como âncora nominal das expectativas de curto prazo. A autoridade monetária operacionaliza a taxa de juros de curto prazo de forma a fazer com que a inflação efetiva convirja para a meta.

Passadas as turbulências de 1999, a taxa de juros não convergiu para níveis baixos, prejudicando o crescimento da economia, que não conseguiu seguir uma trajetória de crescimento consistente. Em 2013, a Selic atingiu a sua mínima histórica de 7,25% ao ano. No entanto, a preocupação dos mercados com a sustentabilidade do patamar logo fez com que se iniciasse um ciclo de aumento e, em pouco mais de dois anos, a Selic praticamente dobrou. Apesar da redução recente da Selic, as expectativas de mercado, registradas no Boletim Focus, apontam para uma ligeira elevação dos juros no longo prazo.

Desta forma, é relevante a reflexão sobre a manutenção da rigidez da política monetária. O objetivo deste trabalho é retomar a discussão sobre a taxa de juros no Brasil através da revisão bibliográfica das contribuições teóricas e empíricas a respeito do tema. Este trabalho é dividido em cinco capítulos, incluindo a presente introdução e a conclusão.

No segundo capítulo, é apresentado o arcabouço teórico que rege a condução da política monetária. No terceiro capítulo, discutem-se as causas da manutenção de uma elevada taxa de juros no Brasil. A abordagem é feita, primeiramente, retomando a discussão anterior sobre os motivos da persistência da elevação da taxa de juros através de seis teses: (i) a incerteza jurisdicional; (ii) a inconvertibilidade do *real*; (iii) a ineficácia da política monetária; (iv) a abordagem fiscal; (v) a existência de equilíbrios múltiplos; e (vi) o conservadorismo da política monetária. Ao final desse capítulo, discute-se a contribuição recente de André Lara Resende (2017) sobre a possibilidade do uso da taxa de juros nominal como balizador das expectativas de inflação pela equação de Fischer, invertendo a relação usual entre taxa de juros e inflação. Por fim, o quarto capítulo consiste de uma reflexão acerca da condução da política monetária desde a adoção do RMI, visando analisar seus impactos sobre algumas variáveis selecionadas da economia brasileira.

## 2 MOEDA, POLÍTICA E TAXA DE JUROS

Neste capítulo, serão abordados os aspectos teóricos que fundamentam a condução da política monetária. A discussão começa no século XIV, com os primeiros esboços sobre a relação entre moeda e nível de preços, até a década de 1990, quando a Regra de Taylor passou a representar o novo consenso macroeconômico.

### 2.1 TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA

O conceito de ortodoxia em economia monetária está diretamente ligado à aceitação da Lei de Say e da Teoria Quantitativa da Moeda (MOLLO, 2004). A Lei de Say estabelece que toda renda gerada é gasta em bens e serviços de forma que toda produção encontra uma demanda. Como a moeda serve apenas como meio de troca, ou seja, não funciona como ativo, tanto os produtores têm pressa de vender como os demandantes têm de comprar. Não se admite vazamentos no fluxo circular de renda, apenas transferências de poder de compra entre indivíduos através de empréstimos, de forma que o poder de compra global permanece constante.

Isso implica que as determinações de investimento do indivíduo geram o próprio poder de compra e este apenas pode ser transferido. São os próprios fatores reais da economia os obstáculos ao crescimento da produção e o pleno emprego sempre é verificado: o excesso de capacidade produtiva em um setor é deslocado a outro com demanda potencial, sendo essa mais do que suficiente para cobrir a totalidade da produção e do capital disponível, de forma que a demanda global é ilimitada. Não faz sentido, portanto, falarmos em entesouramento, crises de superprodução e insuficiência de demanda (MIGLIOLI, 2004).

Tendo como base esse postulado teórico, Fischer, em 1911, sintetizou a versão mais conhecida da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), embora os primeiros esboços sobre a relação entre moeda e preços datem do século XVI, quando, segundo Jean Bodin, a expressiva entrada de metais preciosos oriundos da América provocou um processo inflacionário na Europa Ocidental. Fischer estima a equação de trocas igualando o total de moeda em transações (*the Money side*) com o total de bens e serviços consumidos no período de um ano (*the good side*). Pelo lado monetário da equação, o total de bens transacionados no período depende (i) do total existente de moeda em circulação e (ii) da taxa média de rotatividade da moeda na troca por bens,

denominada velocidade de circulação da moeda. Pelo lado das mercadorias, temos o somatório dos produtos de preços e quantidades transacionadas. Com isso, chega-se em:

$$M.V = P.T \quad (1)$$

Onde:

M = média aritmética do montante em circulação no período;

V = taxa média de troca de dinheiro por bens (velocidade da moeda);

P = média dos preços ponderada pela quantidade de transações;

T = soma das quantidades transacionadas.

Como o modelo pressupõe o pleno emprego dos fatores de produção, a quantidade transacionada mantém-se estável. Dessa forma, o aumento do nível de preços é um fenômeno de demanda: os preços sobem à medida que a produção fica escassa. Uma vez que a moeda só atende motivos transacionais, a demanda por moeda é sempre previsível, e, conseqüentemente, a sua velocidade também é. Dado que a oferta de moeda é a variável exógena, conclui-se que, salvo em períodos de transições, em que todas as variáveis interagem, o nível de preços é o elemento passivo da equação, sendo afetado essencialmente por choques monetários no curto prazo. No longo prazo, uma vez que a moeda atua apenas como um facilitador entre os dois lados da equação, o nível de produto real mantém-se estável.

## 2.2 A TEORIA KEYNESIANA

Depois da Grande Depressão de 1929, passou-se a duvidar dos mecanismos de ajustes automáticos do mercado. Keynes refutou o conceito clássico de economia de trocas para desenvolver a ideia de que, tanto no curto prazo quanto no longo prazo, a moeda afeta as escolhas reais, introduzindo a ideia de economia monetária de produção. Estas estão sujeitas a flutuações de demanda efetiva e nível de emprego porque, ao contrário do que os clássicos propunham, a incerteza afeta as decisões de produção e os agentes podem querer reter moeda. Uma vez assumida a possibilidade de entesouramento, o fluxo circular de renda é rompido e a moeda passa a afetar as variáveis reais.

A demanda agregada determina as decisões de produção e emprego e tem sua variação relacionada aos níveis de consumo e investimento. Este último, por sua vez, depende da relação entre taxa de juros e eficiência marginal do capital<sup>1</sup>, que depende da relação entre o preço de oferta do ativo e sua expectativa de rendimento (KEYNES, 2010, p. 157). Ocorre, porém, que tanto a taxa de juros quanto as expectativas são afetadas por fatores psicológicos.

Segundo Keynes, as expectativas de rendimentos levam em conta fatos existentes, como a demanda e o estoque de bens de capital, e eventos futuros que dependem de algum grau de confiança para serem previstos. Por convenção, temos que “o estado de coisas existente continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões específicas para esperar uma mudança.” (KEYNES, 2010, p. 161). Na definição do estado de coisas existente, mantém-se o prognóstico fornecido pelo mercado, salientando que “nas avaliações do mercado intervêm toda a espécie de considerações que não têm qualquer pertinência para o rendimento prospectivo” (KEYNES, 2010, p. 162), que, por vezes, podem exercer influências excessivas. O problema reside na precariedade desses prognósticos, dado que (i) existe uma participação considerável de agentes sem conhecimento específico e (ii) aqueles que possuem conhecimento dedicam-se a antecipar os movimentos de mercado decorrentes da psicologia das massas e não a prever retornos de longo prazo, atividade essa denominada de especulação. Nas palavras de Keynes (2010, p. 160):

Os homens de negócio jogam um jogo que é um misto de habilidade e de sorte e cujos resultados médios são desconhecidos pelos jogadores que nele participam. Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar a sorte, nem de (abstraindo o lucro) ter a satisfação de construir uma fábrica ou uma via-férrea, de explorar uma mina ou uma fazenda, provavelmente não haveria muitos investimentos como mero fruto do frio cálculo.

Dada a dificuldade de obtenção de dados para formação de expectativas, o que afeta o investimento com efeitos de longo prazo, na maior parte dos casos, é o que Keynes chama de *animal spirit* – ou seja, o impulso de agir. Dessa forma, as decisões de investimento são tomadas com base em expectativas de curto prazo e podem afetar o fluxo de investimentos produtivos. Em momentos de incerteza, quando o estado de coisas existente é duvidoso, este fica suscetível à sentimentos de otimismo ou pessimismo. Tem-se, portanto, que “isso, infelizmente, significa não

---

<sup>1</sup>Define-se eficiência marginal do capital como “a relação entre o rendimento prospectivo de uma unidade adicional daquele tipo de capital e o seu custo de produção.” (KEYNES, 2010, p. 147).

só que as crises e as depressões são exacerbadas, mas também que a prosperidade económica depende excessivamente de um clima político e social favorável ao homem de negócios comum.” (KEYNES, 2010, p. 170).

De acordo com a concepção ortodoxa, a taxa de juros é um fenómeno real e consiste no preço que equilibra a soma do que os indivíduos poupam e a disposição a investir em bens de capital, ou seja, é a intersecção entre oferta (poupança) e demanda (investimento) por fundos emprestáveis. Nesse ponto, a taxa de juros natural é igual à taxa de juros de mercado e a economia encontra-se em equilíbrio. Uma vez que a moeda é apenas meio de troca, os agentes são dotados de preferência pelo consumo presente. A taxa de juros é, portanto, um prêmio pela abstinência do consumo aos ofertantes. Disso decorre que a poupança é uma escolha intertemporal do consumo: uma vez que a renda permaneça constante, uma redução no consumo implicaria em aumento poupança, deslocando a curva para a direita e reduzindo a taxa de juros; por sua vez, essa estimularia o investimento, deslocando a curva à direita e restabelecendo o equilíbrio entre a taxa de juros natural e de mercado. Dessa forma, todo investimento exige uma poupança prévia, de modo que a lei de Say sempre se verifica.

No entanto, Keynes critica essa visão:

A teoria clássica de taxa de juro parece supor que, se a curva de procura de capital ou a curva que relaciona a taxa de juro com os montantes poupados de dado rendimento, ou ambas, se deslocarem, a nova taxa de juro será determinada pelo ponto de intersecção das novas posições das curvas. Mas essa é uma teoria absurda, pois a hipótese de que o rendimento se mantém constante não é compatível com a de que estas duas curvas se podem deslocar independentemente uma da outra. Se qualquer uma delas se deslocar, em geral, o rendimento também variará, desintegrando-se, portanto, todo o esquema baseado na hipótese de rendimento constante. (KEYNES, 2010, p. 185-186).

Keynes contesta a definição dos clássicos de que a taxa de juros é o preço de equilíbrio entre demanda por investimento e oferta decorrente da propensão psicológica a poupar, visto que essa não pode ser vista como uma recompensa pela abstinência, mas uma medida de renúncia à liquidez. O erro dos clássicos está em não assumir entre os fatores psicológicos a reflexão sobre a forma como os agentes querem preservar seu direito sobre o consumo futuro – ou seja, a preferência pela liquidez. Para o autor, a taxa de juros é um fenómeno monetário que representa o custo de oportunidade de se reter moeda em decorrência do cenário de incerteza, ou seja, “é uma medida da relutância que sente quem possui dinheiro em alienar o seu controle líquido sobre ele, o seu direito a dispor incondicionalmente dele” (KEYNES, 2010, p. 175).

Por conta da incerteza quanto ao futuro, o autor elenca três motivos para retenção de moeda: (i) o uso em transações correntes, ou seja, “motivo transação”; (ii) a segurança quanto ao valor monetário futuro, caso surjam necessidades de liquidez antes de se obter o retorno dos investimentos – “motivo precaução”; (iii) pela motivação especulação. Logo, agentes postergam suas decisões de consumo e investimento por preferirem reter moeda. A taxa de juros é, então, determinada pela quantidade de moeda e pela preferência pela liquidez.

Keynes constata, então, que a moeda é um ativo com características específicas que não pode ser substituída por outros fatores mais baratos, dado que nenhum outro ativo contempla suas três funções. Sob incerteza, os agentes podem preferir liquidez e, portanto, demandar mais moeda, sendo que o aumento dessa demanda não tem como contrapartida produção. Assim, a possibilidade de acumulação de riqueza monetária reduz a demanda por outros ativos que poderiam gerar empregos e pode-se compreender as crises de insuficiência de demanda.

### 2.3 A ABORDAGEM MONETARISTA

Entre as décadas de 1960 e 1980 o cenário internacional era de inflação e desemprego. A teoria keynesiana foi questionada por negligenciar os efeitos do estímulo da demanda na elevação do nível geral dos preços e passou-se a criticar políticas discricionárias. Nesse contexto, retomou-se a concepção pré-keynesiana de que os mecanismos de ajustes do mercado são capazes de garantir a estabilidade.

A vertente monetarista remete diretamente aos princípios da TQM. Segundo Friedman (1968), principal representante dessa escola, a aceitação dos ideais keynesianos como explicação para a Grande Depressão fez com que a moeda ficasse em segundo plano por duas décadas, cumprindo apenas o objetivo de manter as taxas de juros baixas – e, conseqüentemente, os pagamentos de juros por parte do governo – e estimular a demanda agregada através do investimento público. A ideia de manter uma política anticíclica teria sido questionada quando os países aderentes tiveram seus níveis de preços aumentados depois de um longo período de taxas de juros forçosamente baixas. Dado que, para Friedman, inflação e retrações são atribuídas a perturbações monetárias, o papel da política monetária é impedir que a própria moeda se torne um distúrbio econômico e contribuir para a neutralização de distúrbios oriundos de outras fontes. Assim, o autor estabelece dois limites para a política monetária no longo prazo: o controle da taxa de juros e do nível de desemprego.

Uma vez que o ajuste no nível de preços não ocorre de maneira automática, ou seja, no curto prazo, o produto é afetado pela expansão monetária, as alterações na oferta monetária são transmitidas para o nível de preços de duas formas. Na primeira delas, via gastos diretos, percebido o aumento da oferta monetária, os agentes ajustam seus gastos à nova renda disponível. Dado que a economia opera em pleno emprego, o aumento de demanda pressionará os preços, que aumentarão até reestabelecer o mesmo ponto de equilíbrio real anteriormente observado. Na segunda, a queda da taxa de juros resultante do aumento da oferta monetária estimularia os empresários a investir, uma vez que eleva a taxa de lucro, pressionando novamente os preços. Durante o processo é possível que ocorram efeitos na composição da demanda e, conseqüentemente, na estrutura de produção. Estes, entretanto, desaparecerão no momento em que o equilíbrio real for reestabelecido (HUMPHREY, 1974).

Uma terceira possibilidade, porém, causaria o efeito contrário:

Deixe a taxa mais alta de crescimento monetário produzir preços mais altos e deixe o público esperar que os preços continuem a aumentar. Os tomadores de empréstimos estarão então dispostos a pagar e os credores exigirão taxas de juros mais elevadas - como Irving Fisher apontou décadas atrás (FRIEDMAN, 1968, p. 6, tradução nossa)<sup>2</sup>.

Quanto à segunda limitação da política monetária, o autor parte da existência de uma taxa natural de desemprego, qual seja, a taxa que incorpora os fundamentos estruturais da economia e equilibra o sistema walrasiano. A partir da Curva de Philips, introduz a ideia de que os agentes formam expectativas a respeito do comportamento da inflação. O afastamento entre a taxa de mercado e a taxa natural seria decorrente de perturbações monetárias não antecipadas que têm, como efeito inicial, um aumento da demanda por trabalho. A causa do efeito temporário de redução da taxa de desemprego é que a Curva de Philips “infelizmente, contém um defeito básico – a falta de distinção entre salários *nominais* e salários *reais*”<sup>3</sup> (FRIEDMAN, 1968, p. 8, grifos do autor). À medida que os agentes ajustam as expectativas, os níveis de salários seriam reajustados de modo a restabelecer o equilíbrio. Portanto, a relação de longo prazo entre inflação e desemprego não é sustentável:

---

<sup>2</sup> Trecho original: “Let the higher rate of monetary growth produce rising prices, and let the public come to expect that prices will continue to rise. Borrowers will then be willing to pay and lenders will then demand higher interest rates-as Irving Fisher pointed out decades ago.”

<sup>3</sup> Trecho original: “unfortunately, it contains a basic defect-the failure to distinguish between *nominal* wages and *real* wages”

[...] sempre há um trade-off temporário entre inflação e desemprego; não há trade-off permanente. O trade-off temporário não surge da inflação per se, mas da inflação não antecipada, o que geralmente significa um aumento na taxa de inflação. A crença generalizada de que existe um trade-off permanente é uma versão sofisticada da confusão entre "alto" e "crescente" que todos reconhecemos em formas mais simples. Uma taxa crescente de inflação pode reduzir o desemprego, uma taxa elevada, não. (FRIEDMAN, 1968, p. 11, tradução nossa)<sup>4</sup>.

Dado que existe um intervalo de tempo indeterminado entre as ações da autoridade monetária e seus efeitos na economia, Friedman evita manter qualquer política econômica ativa, deixando a recomendação de que se mantenha uma política de taxa de crescimento constante da oferta monetária que alcance a estabilidade do nível de preços e, ainda, que se estabeleça regras para evitar grandes mudanças.

#### 2.4 OS NOVOS-CLÁSSICOS E AS EXPECTATIVAS RACIONAIS

Paralelo aos monetaristas, a teoria novo-clássica surgiu criticando a inconsistência dos modelos econométricos baseados em dados passados que não incorporam os efeitos das políticas discricionárias presentes. As duas correntes centram sua crítica à teoria keynesiana sob as bases da ortodoxia, no entanto, enquanto Friedman criticava o ativismo político para manter baixo o nível de desemprego, os novo-clássicos atacam a negligência da endogeneidade das expectativas.

Retomando ao sistema de equilíbrio walrasiano, para esses autores, modelos econômicos com base em dados passados induzem os agentes à erros de previsão que levam a economia a operar abaixo do ponto de equilíbrio. Sob hipótese de expectativas racionais, então, os agentes otimizam o uso de informações e atualizam constantemente suas previsões. A neutralidade, portanto, verifica-se tanto no curto como no longo prazo.

Para Lucas (1976), o problema do uso de modelos com expectativas adaptativas é que ignoram o fato de que a própria condução da política econômica altera a percepção dos agentes e, portanto, suas decisões de alocação. Como o conjunto de informações relevantes permanece em constante reavaliação, alterando os equilíbrios ótimos, a estrutura do modelo é alterada com essas. Kydland e Prescott (1977) complementam a análise de Lucas apontando um problema de

---

<sup>4</sup> Trecho original: “[...] there is always a temporary trade-off between inflation and unemployment; there is no permanent trade-off. The temporary trade-off comes not from inflation per se, but from unanticipated inflation, which generally means, from a rising rate of inflation. The widespread belief that there is a permanent trade-off is a sophisticated version of the confusion between "high" and "rising" that we all recognize in simpler forms. A rising rate of inflation may reduce unemployment, a high rate will not.”

inconsistência temporal: dado que as ações dos agentes são, em parte, influenciadas pelas expectativas de ações políticas futuras, a perseguição da política monetária por um ponto ótimo em um determinado período leva a futuros resultados subótimos. O resultado é um processo constante de reavaliação tanto por parte dos *policymakers* quanto por parte dos agentes que não converge à estabilização, mas à instabilidade. Sob expectativas racionais, portanto, decisões arbitrárias dos *policymakers* não são apropriadas para sistemas dinâmicos porque não necessariamente resultam na maximização da função de bem-estar social. Esse processo afeta a credibilidade da autoridade no momento de formação de expectativas dos agentes, que passarão a não mais confiar nos seus anúncios. A conclusão é que a política monetária deve ser conduzida através de regras simples e claras à sociedade.

Conforme Sargent e Wallace (1975) apontam, sob expectativas racionais, a única maneira de a autoridade monetária induzir flutuações na produção real é surpreendendo os agentes através de um aumento inesperado do nível de preços. Dado que as decisões de produção são tomadas com base em preços relativos, uma vez percebido o aumento de preços, fornecedores ajustariam a sua oferta. Logo, as flutuações ocorrem porque agentes interpretam erroneamente aumentos nos preços agregados como aumento nos preços relativos. Esse movimento ocorreria independentemente da oferta de moeda, mas devido à assimetria de informações e é consequência do viés-inflacionário da autoridade, ou seja, a existência de um estímulo para o governo praticar uma política monetária expansionista visando aumento de produto e redução do nível de emprego (MENDONÇA, 2002).

Ainda que a autoridade monetária tente surpreender os agentes, esse feito duraria pouco porque os agentes revisariam seu conjunto de informações. Barro e Gordon (1983) salientam que, uma vez que os agentes entendem os incentivos dos *policymakers*, eles ajustariam suas expectativas de forma a evitar surpresas, o que elevaria a taxa média de inflação. A repetição da tentativa de surpresa nos agentes teria como consequência a perda de reputação da autoridade monetária. Ou seja, não apenas a existência de regras é necessária, mas a sinalização de um compromisso com o seu cumprimento. Para Rogoff (1985), a figura à frente do Banco Central deve ser mais avessa à inflação do que a sociedade, entretanto, não conservadora demais a sacrificar o nível de emprego.

Os novo-clássicos enfatizam, ainda, que o controle da inflação de longo prazo por parte da autoridade monetária só é possível se a política monetária for dominante sob a fiscal,

conforme apontado por Sargent e Wallace (1981). Sob esse cenário, a autoridade monetária definiria a taxa de crescimento monetário e a autoridade fiscal teria seu orçamento restrito à receita de senhoriagem e demanda por títulos públicos. Mas se a coordenação entre as políticas for a contrária e a autoridade fiscal definir primeiro suas necessidades orçamentárias, resta à autoridade monetária satisfazer a restrição e financiar os déficits. Desse modo, é necessário que o Banco Central se mova primeiro a fim de impor disciplina fiscal.

## 2.5 O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

O compromisso com a inflação e os avanços acadêmicos ao longo das décadas de 1970 e 1980 permitiram uma convergência entre teoria e política monetárias ao longo da década de 1990. Conforme Taylor (1997) aponta, os seguintes aspectos possibilitaram a formação de um consenso: (i) a inexistência de *trade-off* de longo prazo entre inflação e desemprego, prevalecendo a Lei de Say – no entanto, admite-se a existência de rigidez de preços e salários que possibilitam o *trade-off* de curto prazo e, dessa forma, a política monetária deve se concentrar em evitar flutuações na inflação e no produto real; (ii) a importância das expectativas racionais para avaliação do impacto da política monetária e da credibilidade da autoridade monetária; e (iii) a adoção de regras para a taxa de juros que devem conduzir mudanças de gradual, considerando o efeito sobre a demanda.

Outro ponto importante foi o pensamento da política monetária como política de taxa de juros. Sargent e Wallace (1975) haviam constatado que, fixando a taxa de juros, o nível de preços, que até então era variável passiva da oferta de moeda, fica indeterminado. Dado que a taxa de juros é fixada, o público espera que a autoridade monetária ajuste a oferta monetária a este nível, que será acompanhada por movimentos iguais no nível de preços. Isso implica que existe uma quantidade infinita de equilíbrios compatíveis com o estoque real de moeda e, portanto, “não há nada para ancorar o nível de preços esperado. Isso não é simplesmente uma questão de escolher o nível ou a regra "incorretos" para a taxa de juros. Não existe uma regra de taxa de juros que esteja associada a um determinado nível de preço” (SARGENT & WALLACE, 1975, p. 250). McCallum (1981) iniciou a discussão mostrando que, se a taxa de juros de curto prazo for parte de uma regra que forneça uma âncora nominal, o nível de preços, então, passa a ser determinado e a política monetária pode ser conduzida através de uma regra para taxa de juros (GOODFRIEND, 2007).

A partir da contribuição seminal de McCallum, passou-se a discutir a aplicabilidade em modelos práticos. Nesse contexto, Taylor (1993) desenvolveu uma regra de taxa de juros exógena que determina a resposta do Banco Central à diferença entre inflação atual e inflação fixada e ao desvio do produto do seu nível natural. Para que a inflação se mantenha sob controle, é necessário que a taxa real de juros aumente em resposta a ela. Em outras palavras, a taxa nominal de juros deve ser ajustada a um nível maior do que a inflação antecipada. Ou seja, implícita a esta estratégia está a hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo, entendendo, porém, que a economia não responde rapidamente a choques de curto prazo.

No contexto do debate sobre a melhor forma de combater a inflação, o regime de metas de inflação surgiu como estratégia alternativa à condução da política monetária por regimes de câmbio fixo ou controle da oferta de moeda (NEVES; OREIRO, 2008), inicialmente implantado pela Nova Zelândia e Canadá, respectivamente em 1990 e 1991. Os países emergentes adotaram no final da década de 1990, depois do colapso dos regimes de câmbio fixo (GOODFRIEND, 2007).

O sistema de metas de inflação é caracterizado pelo anúncio público da meta oficial a ser perseguida pelo Banco Central a médio prazo e pelo reconhecimento explícito de que o objetivo primeiro da política monetária é a inflação baixa e estável (BERNANKE; MISHKIN, 1997), que deve ser realizado a um custo mínimo em termos de produto. Nesse sistema, a meta exerce o papel de âncora nominal que deve guiar as expectativas dos agentes e a taxa de juros é o instrumento adotado que deve ser calibrado, seguindo a regra de Taylor, de modo a fazer com que a inflação convirja para a meta.

Nesse arcabouço teórico, a política monetária é o principal instrumento macroeconômico por ser mais flexível e permitir resposta mais rápida a choques sem afetar variáveis reais no longo prazo, apesar da defasagem entre o momento da tomada de decisão quanto à taxa nominal de juros e o seu efeito sobre a inflação (NEVES; OREIRO). A política fiscal não mais é vista como um poderoso instrumento e tem papel passivo, de modo que as determinações da autoridade monetária forcem o seu alinhamento, impedindo a formação de déficits excessivos (ARESTIS; SAWYER). A existência de déficits poderia conduzir a uma situação de descontrole que levaria a um aumento da inflação, tanto por mecanismos de transmissão diretos quanto pelas expectativas (CARVALHO, 2012).

### 3 A DISCUSSÃO SOBRE JUROS NO BRASIL

Neste capítulo, retoma-se o debate a respeito as causas da persistência da taxa de juros elevada. São abordadas sete teses: (i) a incerteza jurisdicional; (ii) a inconvertibilidade do real; (iii) a ineficácia da política monetária; (iv) a abordagem fiscal; (v) a existência de múltiplos equilíbrios; (vi) o conservadorismo da política monetária e, por fim, (vii) a abordagem mais recente de Resende (2017).

#### 3.1 A INCERTEZA JURISDICIONAL

Uma das possibilidades de análise da elevada taxa de juros do Brasil está vinculada às instituições da sociedade. A tese de Arida, Bacha e Resende (2004) relaciona-se ao risco dos administradores, soberanamente, tomarem decisões que afetem negativamente o emprestador. O temor não é infundado e tem raízes nos acontecimentos históricos pré-estabilização como alterações do padrão monetário, perda de valor de contratos de longo prazo, congelamento de ativos, manipulação da indexação e a tradição de atrasos dos pagamentos por parte do governo.

A justificativa parte da constatação de que, por um lado, à despeito da existência de bancos governamentais de desenvolvimento e títulos do Tesouro, o mercado de crédito de longo prazo do país fica restrito a contratos sob jurisdição estrangeira. Por outro lado, também é inexistente o mercado *offshore* denominado em reais, restrito a contratos denominados em moeda local, mas liquidados em dólares e de curta duração e demandados por grandes *players* que podem fazer frente ao risco de conversibilidade e, portanto, refletindo as condições do mercado interno.

A resposta para tanto é a resistência dos agentes de manterem seus recursos de longo prazo em contratos sob jurisdição brasileira por assumirem riscos imensuráveis na preservação do valor no tempo, o que impossibilitaria o desenvolvimento de um mercado financeiro de longo prazo. Esta, portanto, não é decorrente da alocação intertemporal de consumo dos agentes. Embora não quantificável, manifesta-se na indisponibilidade dos agentes de cederem seus recursos à longo prazo, mesmo com pleno conhecimento da contraparte, devido à jurisprudência tendenciosa ao devedor que, perante a sociedade, tem sua imagem relacionada à geração de produto e emprego em oposição à figura do rentista, aguçado pelas diferenças sociais do país. Ou seja,

“é uma incerteza de caráter difuso, que permeia as decisões do Executivo, Legislativo e Judiciário e se manifesta predominantemente como um viés anti-poupador e anti-credor. O viés não é contra o ato de poupar, mas contra a implantação financeira de poupança, a tentativa de transferência intertemporal de recursos através de instrumentos financeiros que são, em última análise, instrumentos de crédito.” (ARIDA, BACHA, RESENDE, 2004, p. 270, tradução nossa)<sup>5</sup>

Podemos destacar dois efeitos da incerteza jurisdicional sobre o comportamento dos agentes que afetam diretamente a economia:

- na ausência de conversibilidade da moeda, ela aumenta a taxa de juros de curto prazo requerida pelos agentes para manterem seus recursos no mercado local;
- afeta a poupança global e a qualidade do investimento. No caso dos agentes poupadores, as relações de consumo serão afetadas, ou seja, dado que o risco se atribui ao seu adiamento, agentes avessos ao risco vão (i) preferir consumir a poupar, (ii) transferir seus recursos de longo prazo ao exterior ou (iii) dar preferência a alocações que independem de intermediação financeira, como, por exemplo, o investimento direto, reduzindo as possibilidades disponíveis e, conseqüentemente, os retornos. Grandes empresas com acesso ao crédito externo têm de lidar com o risco cambial, enquanto que as pequenas e médias ficam restritas à sua própria geração de caixa.

Uma vez detectada pelo governo a inexistência do mercado de crédito de longo prazo, a interpretação da autoridade foi de que essa ausência era decorrente de falhas de mercado. Nesse sentido, criou-se uma série de mecanismos para formação de poupança governamental com o intuito de estimular o investimento: imposição de barreiras à conversibilidade, alongamento artificial da maturidade da dívida, mecanismos de poupança compulsória de seguridade social e práticas por meio das estatais e por meio da utilização do monopólio de preços, para aumento da poupança e do investimento. Essas práticas, no entanto, acabaram agravando o problema da incerteza jurisdicional, elevando a percepção de risco cambial e risco de *default*, o que acabou afetando a taxa de juros de equilíbrio.

---

<sup>5</sup> Trecho original: “It is an uncertainty of a diffuse character, which permeates the decisions of the Executive, Legislative, and Judiciary, and manifests itself predominantly as an anti-saver and anti-creditor bias. The bias is not against the act of saving, but against the financial deployment of savings, the attempt to an inter-temporal transfer of resources through financial instruments that are, in last analysis, credit instruments.”

Concluem, portanto, que a redução da incerteza reduziria também a taxa de juros necessária para cumprir a meta de inflação. Bacha (2005) sugere que a conversibilidade da moeda é necessária para redução dos juros através de um programa crível envolvendo regulações financeiras macroprudenciais e um nível adequado de reservas. Ainda, cabe Banco Central impor disciplina ao Tesouro de modo a sinalizar um compromisso com a estabilidade da política fiscal. Outras duas medidas importantes seriam o processo de “imantação jurisdicional”, ou seja, a consolidação de um acordo de integração com um país de jurisdição confiável e a ampliação da participação do comércio exterior no PIB.

Anos mais tarde, Lara Resende (2011, p. 15) reconheceu que a hipótese não era suficiente para explicar o problema:

“Hoje, com significativos avanços, tanto em relação à conversibilidade do real, como em relação à extensão dos prazos de financiamentos domésticos denominados em reais, a taxa de juros no Brasil continua extraordinariamente alta. A incerteza jurisdicional pode ter contribuído para que a taxa de juros fosse excepcionalmente alta logo após a estabilização da inflação, mas nos últimos anos, a incerteza diminuiu, o mercado interno de crédito de longo prazo evoluiu e a taxa de juros continua muito alta. Fica evidente que algo mais está por trás das altas taxas de juros no Brasil.”

### 3.2 A INCONVERSIBILIDADE DO REAL

Paralelo à tese da incerteza jurisdicional e da questão da inexistência de um mercado de crédito de longo prazo, há o problema da inconversibilidade da moeda. Para os autores aderentes à essa tese, a possibilidade de intervenção da autoridade monetária via reintrodução de controles cambiais induz a um prêmio por risco suficientemente maior a cobrir possíveis perdas relativas à conversão.

O câmbio exerceu papel relevante na política econômica brasileira até 1999, quando da adoção do regime de câmbio flutuante. A combinação de câmbio valorizado com juros reais elevados possibilitou a estabilização da inflação na década de 1990. Para isso, valia-se de mecanismos de controle de divisas sob o argumento de evitar flutuações que comprometessem a estabilidade da inflação. No entanto, segundo Arida (2003a e 2003b), mecanismos de controles típicos de regime de câmbio fixo sobreviveram à troca de regime e deixam em aberto a possibilidade de intervenção da autoridade. A credibilidade no câmbio flutuante, portanto, está vinculada apenas ao discurso do presidente do Banco Central. A justificativa é que o capital

migraria para moedas sob jurisdição mais confiável, depreciando o *real*. Assim, mantendo os mecanismos, ter-se-ia uma terceira possibilidade de política econômica para casos emergenciais que não precisasse de aprovação no congresso. Arida contrapõe alegando que esse argumento ignora o efeito das expectativas de sua imposição (ARIDA, 2004). Assim, existe uma oferta reprimida de divisas não realizada devido à possibilidade de intervenção.

Para tanto, ao tornar o *real* uma moeda plenamente conversível como mecanismo de troca, possibilitaria, assim, a redução da taxa de juros de curto prazo. O efeito sobre juros ocorre porque os credores internacionais assumem um prêmio por risco de *default*, pela possibilidade de bloqueio de divisas, e de crédito, por não poderem cumprir com o valor da conversão. Este verifica-se tanto na taxa de juros externa quanto na interna, uma vez que pela paridade descoberta uma elevação na taxa de juros externa resultaria em elevação da taxa de juros interna de longo prazo ou em desvalorização do câmbio, o que resultaria em ajustes da taxa nominal doméstica. Por consequência, eleva-se o superávit necessário para estabilizar a moeda, dado que prêmios de risco maiores exigem montantes maiores de juros a pagar.

Oreiro, Paula e Silva (2004) não encontraram respaldos teóricos e empíricos para a proposta de Arida. O que a literatura sugere é que a liberalização em países emergentes apenas possibilitaria uma alocação mais eficiente dos capitais onde o custo é menor, dado que o capital tende a ser mais barato onde é mais abundante. Isso explicaria o diferencial entre as taxas de juros interna e externa, entretanto, sem relacionar prêmio de risco e conversibilidade. Os autores sugerem, inclusive, que o efeito pode se dar no sentido oposto ao esperado por Arida: ao observar mudanças bruscas no comportamento dos fluxos de capitais, o Banco Central pode utilizar seus controles administrativos de forma a reduzir a volatilidade cambial, reduzindo, também, a necessidade de aumento da taxa de juros. Os devedores em dólares, portanto, não enfrentariam problemas para honrar seus compromissos e os custos em termos de renda e emprego seriam menores, levando à uma redução no prêmio pelo risco.

Ferrari-Filho *et al.* (2005) criticaram a proposta de Arida argumentando que países emergentes, que detêm moedas de curso internacional insignificante, estão mais expostos à volatilidade do mercado internacional. Movimentações bruscas no fluxo de capitais podem impactar nos preços dos produtos importados e, conseqüentemente, na inflação, comprometendo a estabilidade do país. Para manter a inflação dentro da meta, o Banco Central seria obrigado a elevar a taxa de juros. Dessa forma, a livre conversibilidade cambial deixaria a política monetária

presa ao objetivo único da estabilidade de preços e, ainda assim, impactaria negativamente no nível de investimento e no volume da dívida pública.

Os autores acrescentam que as fragilidades estruturais da economia brasileira - vulnerabilidade externa, alta relação dívida/PIB e mercado financeiro e de capitais pouco desenvolvidos – são causas da fraqueza da moeda e a supressão de controles, portanto, não a torna uma referência. Belluzzo e Carneiro (2004) também concordam com esse argumento, acrescentando que, num regime de plena conversibilidade, pessoas procuram moedas para manter seus ativos simplesmente porque são de melhor qualidade. O prêmio de risco é pago, justamente, por se manter riqueza em moedas frágeis. Como solução, sugerem o contrário do proposto por Arida: um aumento dos controles sobre os fluxos de capitais especulativos do país eliminaria a arbitragem entre as taxas de juros, permitindo sua redução.

### 3.3 INEFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

A tese da ineficácia aponta para a obstrução de algum dos canais de transmissão da política monetária para a demanda agregada. Veremos, a seguir, duas principais fontes de obstrução: (i) a resistência inflacionária e (ii) as LFTs.

#### 3.3.1 Resistência inflacionária

Uma vez que o modelo atual de condução da política monetária pressupõe que a origem da inflação é de demanda, argumenta-se sobre a existência de componentes não provenientes da demanda que tornam a taxa de inflação resistente à queda, obrigando o Banco Central a praticar uma taxa de juros muito alta a fim de cumprir a meta estabelecida e impondo sacrifícios em termos de produto.

A estrutura do IPCA pode ser decomposta em três grupos: produtos comercializáveis, ou seja, passíveis de comércio exterior, preços livres, dependentes das condições de oferta e demanda, e preços administrados. De acordo com Farhi (2005), a estrutura da formação de preços da economia brasileira foi pautada de forma que desvalorizações cambiais e demais choques exógenos atinjam grande parte dos preços, não apenas de bens e serviços comercializáveis, que repassam as variações da taxa de câmbio aos preços praticados no mercado interno, mas também via preços administrados, que têm correspondido a aproximadamente 30,0% da composição do IPCA. Sua grande maioria não possui frequência de ajuste regular, o que os deixa suscetíveis a

choques tarifários; por outro lado, em virtude do processo de privatização da década de 1990, os ajustes de preços de telefonia e energia elétrica são determinados via contrato com base nos Índices Gerais de Preços (IGPs). Este é 60,0% composto pelo Índice de Preços de Atacado (IPA), cuja composição é predominada por *commodities*. Dessa forma, um aumento de preços desses produtos provoca uma elevação do IPA, e, conseqüentemente, dos IGPs. Por sua vez, os preços administrados e demais preços estabelecidos por contrato, ainda que menos formais, são reajustados, contaminando também o IPCA, propagando no tempo o efeito no tempo de um choque de oferta. Cabe ressaltar, conforme Ferrari Filho e Modenesi (2011) apontam, que, como resultado do processo de globalização financeira, as *commodities* tornaram-se ativos financeiros e, portanto, suscetíveis não apenas a variações de oferta mas também à especulação.

Ao analisarmos a decomposição dos índices anuais recentes, esses argumentos tornam-se evidentes. De acordo com o cálculo da autoridade monetária, a participação dos componentes na inflação anual deu-se conforme abaixo:

Tabela 01: Decomposição da inflação anual recente (em percentual do índice), 2012-2016

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Repasse cambial	15,2%	6,4%	-0,5%	14,7%	-2,6%
Inércia	5,3%	10,8%	10,9%	3,1%	29,2%
Expectativa	6,3%	10,2%	10,8%	6,8%	10,9%
Choques de oferta	27,1%	2,7%	13,6%	8,1%	10,6%
Preços livres	33,6%	66,7%	49,0%	27,8%	41,7%
Preços administrados	12,3%	3,2%	16,2%	39,5%	10,2%
<b>IPCA (variação %)</b>	<b>5,84%</b>	<b>5,91%</b>	<b>6,41%</b>	<b>10,67%</b>	<b>6,29%</b>

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB (2013, 2014, 2015, 2016a e 2017a).

No primeiro trimestre de 2015, os reajustes de preços da energia elétrica e gasolina atingiram, respectivamente, 36,3% e 9,8%. Como consequência, o efeito foi propagado aos preços livres, uma vez que as empresas repassam, ao menos parcialmente, o aumento dos seus custos aos preços das mercadorias e serviços (BCB, 2016a). Cabe destacar que o papel dos preços livres, formados de acordo com as condições de oferta e demanda e, portanto, sensíveis às variações da taxa de juros, representam menos da metade da composição do índice.

A participação do componente inercial no índice de inflação de 2016, explicando quase um terço do índice, obrigou o Banco Central a admitir a importância dos mecanismos de

indexação na formação inflacionária. No relatório de inflação de setembro/2017, o Banco Central reconheceu a existência desses mecanismos de transmissão de preços passados para presentes:

Preços de serviços, por exemplo, apresentam maior persistência por refletirem de maneira mais intensiva os salários e os mecanismos de indexação, além de estarem menos expostos à concorrência. Preços de alimentos, por outro lado, são mais sensíveis a choques cambiais e a adversidades climáticas, além de estarem inseridos em ambiente de maior competitividade [...]. A persistência dos preços monitorados depende do grau de indexação das regras de reajuste de cada componente. Alguns itens, como energia elétrica e gasolina, têm dinâmicas específicas de reajuste que refletem com maior intensidade condições estruturais de seus setores. (BCB, 2017b, p. 39).

Ademais, também reconheceu que estes foram importantes no ciclo inflacionário recente: “Em linha com as estimativas de persistência, as flutuações nos preços de alimentos e monitorados foram determinantes para explicar a eclosão e a duração do ciclo inflacionário recente e de ciclos anteriores” (BCB, 2017b, p. 39). Por fim, a autoridade monetária conclui que:

Em linhas gerais, as estimativas de persistência ilustram a relevância de flutuações nos preços de alimentos e monitorados para os ciclos inflacionários, de forma ainda mais pronunciada no ciclo observado desde 2015. Os preços de serviços e bens industriais, mais persistentes e sensíveis à política monetária e ao ciclo econômico, se deslocam com maior defasagem, repercutindo mudanças estruturais que afetem as expectativas de inflação e o hiato do produto. (BCB, 2017b, p. 40).

### **3.3.2 As Letras Financeiras do Tesouro**

A origem da indexação da dívida pública deu-se com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), um dos pilares do programa de aceleração econômica promovido pelo presidente Castello Branco, entre 1964-1965. Em meados de 1986, no contexto do Plano Cruzado de descontrole inflacionário e pressão de demanda, a indexação estava restrita aos títulos de prazos superiores a um ano e era previsível um aumento da taxa de juros que provocaria uma queda no valor de mercado dos títulos então disponíveis. Os detentores de títulos públicos eram basicamente as instituições financeiras e pairava o risco sistêmico devido à hiperinflação. Nesse contexto, as Letras do Banco Central (LBC), posteriormente alterado para Letras do Tesouro Nacional (LFT) foram criadas com o objetivo de garantir a estabilidade do sistema financeiro, protegendo os detentores do risco de mercado ao oferecer liquidez diária e indexação à Selic.

Conforme Pastore (2006) aponta, as LFTs surgiram como um seguro aos detentores de títulos sem maiores preocupações com a eficácia da política monetária no controle da demanda agregada, uma vez que, até 1999, o país esteve preso a regimes cambiais que atuavam nesse sentido, ou seja: em um primeiro momento, a taxa de câmbio era corrigida via paridade do poder de compra em que a oferta de moeda se ajustava às flutuações da inflação; e, posteriormente, no período da âncora cambial, esse era corrigido por taxas pré-fixadas e a autoridade monetária, explorando a ideia de tríade impossível, utilizava algum controle de capitais como forma de manter o alguma liberdade na fixação no controle sobre a taxa de juros.

Pelo efeito riqueza, espera-se que um aumento da taxa de juros reduza o valor de mercado dos títulos e, conseqüentemente, a riqueza do setor privado, de forma a reduzir o consumo e investimento e contrair a demanda agregada. No entanto, a depender da composição do estoque da dívida, não só esse efeito não se verifica como é contraproducente, pois, uma vez que esses títulos são indexados à Selic, um aumento da taxa de juros aumenta a riqueza dos agentes privados. Ademais, quanto menor a duração da dívida, menor o impacto da taxa de juros sobre a riqueza e, conseqüentemente, sobre a demanda agregada. Uma vez que esses títulos têm vencimento diário, a perda do estoque de dívida decorrente do aumento da taxa de juros é irrelevante.

Além disso, dada a liquidez desses títulos, podem ser tidos como ativos substitutos próximos da moeda. Essa característica decorre do fato de que, no período da hiperinflação, a dívida pública era diariamente refinanciada no *overnight*, de modo que esse mercado e o de moeda tornaram-se uma coisa só (NAKANO, 2005). Conforme explica Carneiro (2006), com o fim desse mecanismo, elas cumprem a função de lastro dos fundos referenciados e de satisfazerem necessidades de liquidez de outros fundos com passivos mais longos, fazendo com que as cotas dos fundos fossem vistas como substitutos próximos dos depósitos à vista.

A oferta desses ativos pelo governo ainda dificulta a extensão dos prazos das dívidas privadas com custos razoáveis, posto que não há títulos privados longos que ofereçam garantia de preservar o valor da riqueza em caso de elevação da taxa de juros (CARNEIRO, 2006). Ademais, as aplicações financeiras dos agentes concentram-se no curto e curtíssimo prazo e, como reflexo desse fenômeno, a estrutura a termo da taxa de juros em reais é truncada e os segmentos de médio e de longo prazo são quase inexistentes (MORAES, 2006). De acordo com Carvalho (2005), os

recursos ficam concentrados na esfera financeira, reduzindo a transferência para a esfera industrial da economia.

A contribuição das LFTs para a ineficácia da política monetária é um dos poucos aspectos consensuais na economia brasileira. Dessa forma, qual seria a explicação para esses títulos continuarem existindo? A resposta para essa questão é que, de um lado, as LFTs representam uma garantia de preservação do valor da riqueza, caso o governo aumente a taxa de juros (CARNEIRO, 2006). Ademais, satisfaz as necessidades de liquidez da indústria de fundos, mercado cativo demandante desses títulos. Como contrapartida, o governo tem liberdade de movimentar a taxa de juros sem incorrer riscos sistêmicos (CARNEIRO, 2006) e mantém um mercado para suas necessidades de financiamento, a despeito da baixa qualidade dos ativos oferecidos. De acordo com Franco (2011, p. 44, grifos do autor):

É claro, portanto, que se criou *uma dependência mútua entre o Tesouro e a indústria de fundos* e que é exatamente nesse sentido que se diz que há no Brasil um *mercado cativo* para títulos públicos, sobretudo os que alimentam a indústria de fundos. O público, mal acostumado [sic], exige liquidez diária, o regulador assim o sanciona, invocando inclusive a “proteção ao investidor”, os fundos são obrigados a carregar ativos de curtíssimo prazo, LFTs ou operações compromissadas remuneradas pelo *overnight*, pois o seu passivo tem a duração de um dia, e o Tesouro e o Banco Central não têm dificuldade de rolar a dívida pública.

### 3.4 RESULTADO FISCAL E TAXA DE JUROS

No período pré-estabilização, o entendimento era de que o ajuste das contas públicas, por meio da desvinculação e elevação das receitas, era pré-condição essencial para a sua consolidação. A primeira fase do Plano Real consistiu no ajuste fiscal através do Plano de Ação Imediata (PAI) e do Fundo Social de Emergência (FSE)<sup>6</sup>; o primeiro, visando uma reorganização do setor público e o segundo objetivando reduzir a rigidez fiscal estabelecida pela constituição de 1988, em especial pelos gastos sociais, estabelecendo a desvinculação de algumas das receitas da União. Embora, conforme argumenta Modenesi (2005, p. 302), estes não tenham sido suficientes para assegurar um equilíbrio fiscal duradouro, desde então, apontam Carneiro e Wu (2005, p. 3),

---

<sup>6</sup> A intenção inicial do FSE era a necessidade de agilidade da aprovação de medidas para o equilíbrio fiscal. Posteriormente, foi prorrogado até 1997 sob a designação Fundo de Estabilização Fiscal (FEF). Em 2000, esse mecanismo foi renomeado para Desvinculação das Receitas da União (DRU), que ainda está em vigor.

temos caminhado de uma solução temporária para outra, consolidando o caráter débil da situação fiscal. Os requisitos de financiamento público têm sido contidos por uma combinação de aumento deficiente de financiamento com aumento da carga tributária, de forma a acomodar pressões incontroláveis sobre a despesa diante de necessidades prementes.

Nesse contexto, um dos argumentos possíveis para a persistência da taxa de juros é a precariedade da situação fiscal. De acordo com Franco (2011), a explicação para a taxa de juros brasileira está relacionada a um processo de *crowding out*. A manutenção do equilíbrio requer que uma expansão fiscal tenha como contrapartida uma variação de mesma magnitude em sentido contrário na disponibilidade de recursos, ou seja, na demanda privada por investimento. No entanto, essa seria em grande parte absorvida pela necessidade de financiamento da dívida, amortecendo o impacto da expansão fiscal sobre a demanda agregada. Uma vez que não há contrapartida da expansão fiscal na poupança privada, o desequilíbrio entre poupança e investimento pressiona a taxa de juros para cima.

Traduzindo ao contexto brasileiro, existe um conflito distributivo entre os setores público e privado na disputa pela poupança nacional que sempre é vencido pelo primeiro. Ademais, esse conflito seria reforçado pelos mecanismos regulatórios de poupança compulsória, exigibilidades e direcionamento, criados como instrumento de financiamento do governo que transferem a poupança disponível do setor privado ao público.

Além disso, a situação seria agravada pelo conceito de meta fiscal adotado a compor o tripé macroeconômico. Superado o problema da inflação crônica e elevada, manteve-se a relegação da conta de juros como despesa corrente:

Desde quando abandonamos o conceito de [necessidade de financiamento do setor público bruta], e exilamos as amortizações da dívida pública doméstica para o “debaixo da linha”, a dinâmica da dívida doméstica desapareceu das cogitações das autoridades. Números que pareceriam assustadores para a NFSPB deixaram de ser divulgados, e firmou-se a ideia que a rolagem da dívida interna podia ser taken for granted (“dívida não se paga, se rola”), a despeito de o assunto ter sido sempre um ponto de tensão com observadores estrangeiros. (FRANCO, 2011, p. 36)

Aos olhos do credor internacional, causa perplexidade a existência de um mercado cativo para a dívida pública de baixa qualidade e duração, que, por anos, tem sido rolada, concomitante a um baixo nível de endividamento externo. Nesse âmbito, um outro argumento que relaciona a questão fiscal aos juros altos que encontra respaldo na literatura internacional sobre a conjuntura brasileira é a visão da taxa de juros como um prêmio de risco frente ao desequilíbrio fiscal. A

capacidade de sustentabilidade do déficit em proporção ao PIB é menor em países emergentes do que em desenvolvidos devido a características peculiares, como a maior variabilidade das receitas tributárias, o maior comprometimento do orçamento com o pagamento de juros e a maior dificuldade de geração de superávits primários expressivos quando esta relação ultrapassa os 50,0% do PIB (OREIRO *et al.*, 2005). De acordo com Reinhart, Rogoff e Savastano (2003, p. 9, tradução nossa), “o *default* pode se tornar um modo de vida”<sup>7</sup>, mesmo em situação de endividamento sustentável, pois o histórico de *defaults* e inflação faz com que a taxa de juros seja um prêmio de risco. Adicionam ainda que, desde os anos 1980, a convivência com altas taxas de juros tem pressionado a dívida pública interna de forma insustentável. Desde então, os agentes têm atribuído risco de inadimplência aos títulos domésticos, como em 1990 com o congelamento por parte do governo brasileiro de seus próprios passivos pendentes (MCKINNON, 1991 *apud* REINHART, ROGOFF e SAVASTANO, 2003).

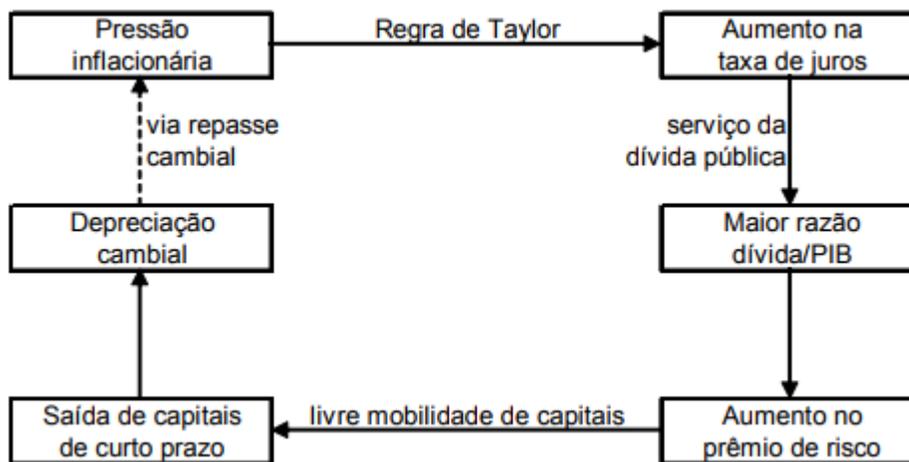
Essa pressão da taxa de juros sobre o endividamento interno dá-se, principalmente, pela expressiva participação de título públicos indexados à Selic, as LFTs, na composição da dívida. Dado que a Selic, ao mesmo tempo que regula os empréstimos no mercado interbancário, é taxa pela qual o Tesouro Nacional se financia, a função de instrumento da política monetária é contaminada pela função de rolagem da dívida pública. Dessa forma, a debilidade das contas públicas permite ao mercado requerer uma taxa de juros para rolagem da dívida excessivamente alta, o que acaba se transmitindo, por arbitragem, para as operações normais de política monetária (OREIRO; PAULA, 2010).

Portanto, a alta dívida pública aumenta o prêmio de risco requerido pelos agentes, elevando a taxa de juros; essa elevação tem efeito sobre o endividamento interno, estabelecendo um ciclo entre taxa de juros e desequilíbrio fiscal. Carneiro e Wu (2005) estenderam a análise desse ciclo sob a ótica da dominância fiscal, conforme a abordagem de Blanchard (2004): a partir de um certo nível crítico de desequilíbrio fiscal, um aumento da taxa de juros elevaria a razão dívida/PIB, de modo a afetar a percepção de risco dos detentores de títulos. O efeito seria uma saída de capitais que depreciaria o câmbio e, através do efeito *pass-through*, seriam repassados aos preços internos de forma a aumentar o nível de preços. A dinâmica de efeito inflacionário da taxa de juros é sintetizada na Figura 01.

---

<sup>7</sup> Trecho original: “Default can become a way of life”.

Figura 1. O efeito inflacionário da alta de juros



Fonte: Carneiro e Wu (2005, p. 26).

### 3.5 MÚLTIPLOS EQUILÍBRIOS

O arcabouço teórico do regime de metas admite que o objetivo da autoridade monetária é a estabilização do nível de preços, operacionalizado via controle da demanda agregada. No entanto, o argumento de alguns economistas é que se tem atribuído à taxa de juros múltiplos objetivos e que alguns deles são incompatíveis. De acordo com Bresser Pereira e Nakano (2002), a taxa de juros tem sido usada para:

- (i) controle da demanda agregada;
- (ii) limitar a desvalorização da taxa de câmbio;
- (iii) atrair capital externo;
- (iv) financiar o déficit público; e
- (v) reduzir o déficit comercial através do controle da demanda interna.

Como a taxa de juros também remunera os títulos públicos, a partir de certo ponto passa-se a considerar a possibilidade de *default* da dívida, passando a ser determinante na concepção do risco país.

De acordo com o Banco Central, a despeito de não existirem metas para outras variáveis além da inflação, como a taxa de câmbio e o crescimento econômico, estas são levadas em consideração na construção do cenário prospectivo para a inflação (BCB, 2016b). Os autores

argumentam que todas as funções podem ser justificadas pela inflação, dado que as variáveis são interdependentes. No entanto, cada uma delas deve ser analisada separadamente e tratada com o instrumento adequado, devendo a taxa de juros limitar-se ao controle da inflação. Ademais, lembram os autores que (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002, p. 162):

Em suas reuniões, o COPOM (Conselho de Política Monetária) sempre afirma que a única função da taxa de juros é controlar a meta de inflação. Não há razão para duvidar. Mas é preciso ter claro que o COPOM ou o Banco Central não são autoridades imunes às pressões do mercado, que decidem soberanamente sobre o nível da taxa de juros. Elas respondem também a uma lógica mais ampla da política macroeconômica vigente e às expectativas auto-realizadoras do mercado financeiro.

### 3.6 CONVENÇÃO CONSERVADORA

Para Keynes, no longo prazo, a taxa de juros depende não somente da política corrente da autoridade monetária, mas da expectativa dos agentes, formadas de acordo com as experiências passadas. Dessa forma, existe um nível que os agentes consideram seguro ao redor do qual a taxa de juros flutua:

Talvez fosse mais rigoroso dizer que a taxa de juro é um fenómeno altamente convencional, e não um fenómeno altamente psicológico. Com efeito, o seu valor efetivo é em grande medida governado pela opinião prevalecente quanto ao que se espera que seja o seu valor. Qualquer taxa de juro aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura será duradoura, embora, claro, numa sociedade em mudança, fique sujeita a flutuações ditadas pelas mais diversas razões em torno do nível normal esperado. [...] Mas pode flutuar durante décadas ao redor de um nível cronicamente elevado demais para o pleno emprego – especialmente se prevalecer a opinião de que o ajuste da taxa de juro se faz de maneira automática, se se julgar que o nível estabelecido pela convenção tem as suas raízes em bases objetivas muito mais firmes do que a convenção e se, no espírito do público ou das autoridades, o facto de o emprego não se fixar num nível óptimo não tiver nada a ver com a existência de um leque inadequado de taxas de juro (KEYNES, 2010, p. 207).

Sob essa concepção, Bresser e Nakano (2002) argumentam que os sucessivos ajustes na taxa de juros devido às suas múltiplas funções consolidaram-na em um nível elevado: “Depois da persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado é natural que surja o medo de redução, e que esse nível se torne uma convenção” (BRESSER E NAKANO, 2002, p. 169). Essa tese foi desenvolvida por Erber (2011) que aponta que a elevação da taxa de juros deve ser explicada pelo viés da economia política, uma vez que é resultado de uma coalizão de interesses a favor do binômio juros altos-valorização cambial, beneficiando tanto os *players* do mercado quanto o próprio Banco Central sob a reputação conservadora e avesso ao viés inflacionário (MODENESI, 2014).

Para Modenesi (2014), a reação dos mercados à mudança de postura do Banco Central a partir do ciclo de redução da Selic iniciado agosto de 2011, quando a taxa foi reduzida em 0,5 ponto percentual enquanto o boletim Focus apontava a manutenção do patamar de 12,50%, mostrou a relevância dessa tese. Uma vez que a conjuntura da época era de desaquecimento da atividade econômica e juros internacionais reduzidos, a redução teria sido bem fundamentada. A oposição à essa mudança veio, principalmente, dos agentes do mercado financeiro que apostaram na direção contrária ao movimento.

Conforme Oreiro (2017) destaca, a última substituição no cargo de presidente do Banco Central, Alexandre Tombini por Ilan Goldfajn, correspondeu a uma mudança de atitude da autoridade monetária a respeito dos desvios da meta de inflação em relação ao centro. Este último seria “mais conservador” e, portanto, menos tolerante aos desvios. Essa mudança de postura implicaria, de acordo com o modelo estabelecido pelo novo consenso, uma resistência à redução da taxa de juros.

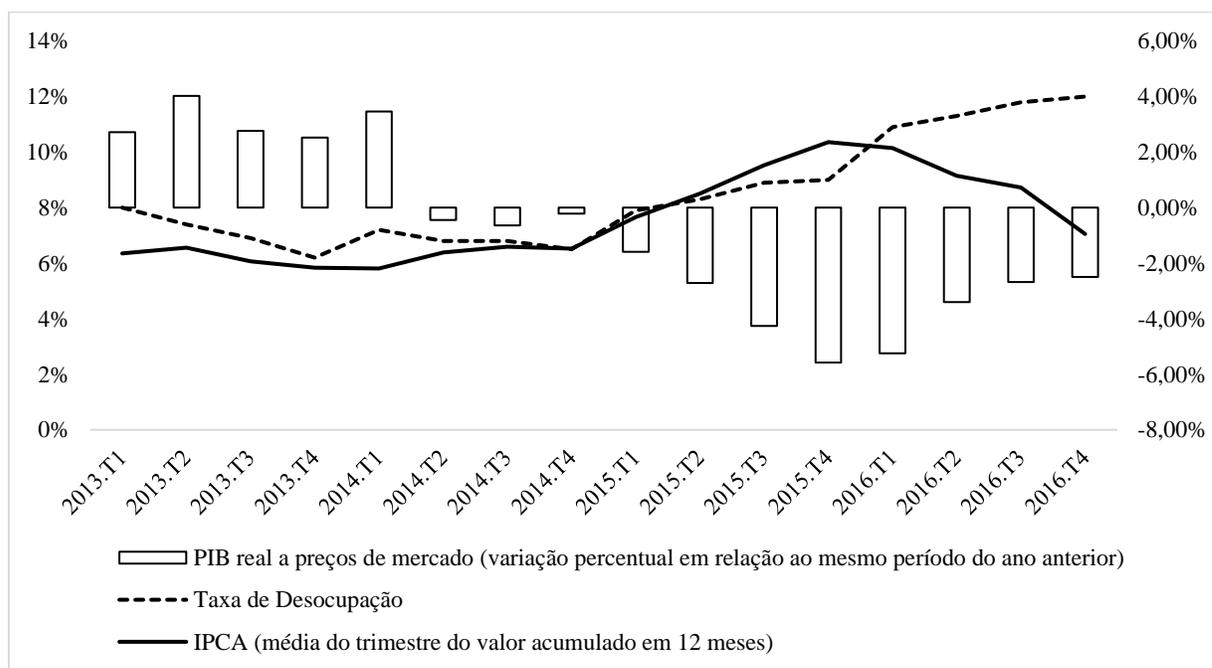
### 3.7 O DEBATE SOBRE A TAXA DE JUROS A PARTIR DE FATOS ESTILIZADOS SOBRE AS *PERFORMANCES* ECONÔMICAS BRASILEIRA E INTERNACIONAL

O desempenho macroeconômico brasileiro recente, que combina crise fiscal, baixo nível de atividade e altas taxas de desemprego, inflação e juros, tem chamado atenção e suscitado novos debates. De acordo com Oreiro (2017), a taxa de juros neutra começou a se elevar em 2013 em função do aumento do prêmio de risco resultante dos desequilíbrios fiscais crescentes. Nakano (2017) acrescenta que, desde 2011, as receitas comportaram-se em ritmo decrescente, enquanto as despesas cresceram. Adicionalmente, em 2015 o realinhamento dos preços administrados e a desvalorização da taxa de câmbio fizeram com que a inflação ficasse muito acima do teto da meta (OREIRO, 2017). O desempenho recente do PIB real, da inflação e da taxa de desemprego pode ser observado no Gráfico 01.

Pelo gráfico, nota-se que, entre 2014 e o final de 2015, o aumento da inflação e desemprego seguiram uma trajetória crescente, em especial a inflação, combinada com uma queda da atividade, sendo que o vale da atividade coincide com o pico da inflação. Em 2016, o nível de atividade continua se deteriorando e o desemprego se acelera, mas ocorre uma queda da inflação. Entre 2013 e 2015, a taxa Selic praticamente dobrou, saltando de 7,25% ao ano, patamar

estabelecido em outubro de 2012 e que perdurou até abril de 2014, para 14,25% ao ano, meta estabelecida entre julho de 2015 e outubro de 2016.

Gráfico 01 - Evolução do PIB real, da taxa de desocupação e da inflação, 2013-2016



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do IBGE (2017) e IPEADATA (2017).

No âmbito internacional, a situação é completamente distinta da brasileira: desde a crise de 2008, os Estados Unidos, a Europa e o Japão têm convivido com taxa de juros e inflação baixas e estáveis. De acordo com Saraiva, Paula e Modenesi (2017), nos Estados Unidos o crescimento econômico entre 2007 e 2014 foi de apenas 1,2% a.a., enquanto a inflação média não ultrapassou 1,7% a.a. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego subiu de 5,0% em 2006 para aproximadamente 10,0% em 2009, 7,4% em 2013 e fechando o ano de 2014 em 6,2%. A solução para a crise veio do rompimento com o novo consenso macroeconômico através do uso de políticas monetárias não convencionais caracterizadas, principalmente, pela forte expansão e mudança na composição do balanço do banco central norte-americano, que saltou de US\$ 950,0 bilhões em agosto de 2008 para US\$ 4,0 trilhões em dezembro de 2013.

Nesse contexto, sob a hipótese de expectativas adaptativas, o que se esperava é que, uma vez que um choque deflacionário atingisse a economia, pelo princípio de Taylor, a taxa nominal de juros cairia mais rápido, até, então, atingir o limite inferior, quando a inflação continuaria a

cair mesmo que o distúrbio monetário fosse normalizado. Por sua vez, em um contexto de expectativas racionais, entretanto, a inflação é estável, mas indeterminada. Isso porque a taxa de juros ancora a inflação esperada, mas a atual pode ser composta por múltiplos equilíbrios e fica sujeita a profecias autorrealizáveis. A regra de Taylor, então, resolve o problema da indeterminação, mas, uma vez que essa não funciona mais, tem-se novamente o problema da volatilidade causada pela indeterminação.

Entretanto, nada disso ocorreu. De acordo com Lara Resende (2017), pode-se tirar três conclusões a respeito da teoria macroeconômica:

- o princípio da teoria quantitativa da moeda de que, no longo prazo, a expansão da base monetária é inflacionária não se verificou, dada a forte expansão do balanço do FED sem aceleração inflacionária;
- a relação expressa pela curva de Philips entre capacidade ociosa e desemprego e a taxa de inflação também não se verificou, visto que a taxa de desemprego permaneceu alta por mais de oito anos enquanto a inflação continuou estável;
- quando a taxa de juros nominal se aproximou do seu limite inferior, a inflação permaneceu estacionada, ao contrário do espiral deflacionário previsto.

Resende, então, propõe uma reflexão: teria o arcabouço teórico ortodoxo se tornado anacrônico e incapaz de explicar a conjuntura recente? No âmbito acadêmico dos países desenvolvidos, discute-se a possibilidade de a taxa de juros nominal atuar como balizador das expectativas e determinante da inflação via regra de Fischer. O autor importa a discussão à conjuntura nacional sugerindo que a manutenção de taxas de juros elevadas impacta o desequilíbrio fiscal e levanta dúvidas sobre a solvência do Estado no longo prazo, podendo causar elevada inflação:

Suponha o caso de um paciente com doença crônica para a qual se ministra um remédio há décadas. Há unanimidade médica de que, no caso desse paciente, a doença é resistente. Doses maciças vêm sendo receitadas sem resultado. Os efeitos secundários negativos são graves, debilitam e impedem a recuperação do paciente, que agora se encontra na UTI. Novos estudos, ainda que preliminares, questionam a eficácia do remédio. Pergunta: deve-se continuar a ministrar as doses maciças do remédio ou reduzir rapidamente a dosagem? Parece-me questão de bom senso (RESENDE, 2017, p. 126-127).

Através da teoria de Cochrane (2017), o autor argumenta que esse comportamento pode ser explicado pela equação de Fischer:

$$i_t = r_t + E_t \pi_{t+1} \quad (2)$$

em que  $i_t$  é a taxa nominal de juros,  $r_t$  é a taxa real e  $E_t\pi_{t+1}$  é a expectativa de inflação futura. Esta pode ser entendida como:

$$E_t\pi_{t+1} = i_t - r_t \quad (3)$$

ou seja, uma vez que a taxa real é função de fatores tecnológicos e institucionais que não variam, ao fixar a taxa de juros nominal é fixada também a expectativa de inflação; isto é, a taxa de juros nominal funciona como um sinalizador das expectativas de inflação e, portanto, inverte a causalidade entre taxa de juros e inflação. Se taxa de juros nominal e inflação encontram-se próximas de zero, isso implica um aumento da taxa de juros e, em algum momento, haverá um aumento da inflação, o que ele denomina de “hipótese neofischeriana de longo prazo”. Logo, isso implica uma inversão de sinal em relação à teoria convencional.

Conforme Cochrane (2017) observa, e Resende defende, uma vez que a política monetária fica imobilizada, com seu instrumento atingindo o limite inferior, foi possível admitir a estabilidade intrínseca da inflação, dado que

em condições normais, não é possível distinguir, a partir da observação empírica, uma inflação intrinsecamente instável estabilizada pelo Banco Central de uma intrinsecamente estável que o Banco Central sacode de um lado para o outro, acreditando estar impedindo que ela se desestabilize (RESENDE, 2017, p. 139).

Como se verifica o efeito de curto prazo da taxa de juros sobre o nível de preços? Para responder a essa pergunta, Cochrane parte da teoria desenvolvida por Leeper (1991), Sims (1994) e Woodford (1994, 1995), denominada Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP), inspirada Sargent e Wallace (1981). Segundo Sims (2016) a TFNP é baseada na noção de que o nível de preços é determinado pela razão entre o passivo nominal do governo e bens, diferente da visão monetarista tradicional de que há um preço relativo entre moeda e bens. Partindo da igualdade entre o valor real da dívida do governo e o valor presente dos superávits primários futuros, os agentes detentores de títulos esperam que esses sejam pagos via geração de superávit. De acordo com Christiano e Fitzgerald (2000), a diferença entre a abordagem tradicional de dominância fiscal e a TFNP é justamente que, para a primeira, a igualdade representa uma restrição orçamentária; portanto, qualquer desequilíbrio deve ser sanado através de ajustes na política fiscal, via tributos ou despesas. Na abordagem da TFNP não existe um compromisso com a verificação dessa igualdade; esta é apenas uma condição de equilíbrio que é restabelecida pelo

mercado através de alterações no nível de preços, que passa a ser endógeno. Assim, um aumento na taxa de juros implicaria em revisões do superávit futuro. Como o ajuste ocorre pelo nível de preços, este reduziria-se até que a condição de equilíbrio fosse restabelecida. Sob essa ótica, o nível de preços, então, é determinado pela razão entre o estoque nominal da dívida e o valor presente dos superávits. Isso implica que um aumento da dívida nominal ou uma redução na capacidade do governo de gerar superávits futuros como, por exemplo, uma redução de impostos, eleva o nível de preços.

A conclusão, portanto, é que a inflação se move de acordo com a taxa de juros nominal de forma a inverter no longo prazo a relação entre as variáveis. No curto prazo, o efeito da taxa de juros sobre a inflação seria explicado pela combinação da TFNP com um modelo neokeyniano de expectativas racionais e preços rígidos: a inflação inesperada corresponde a revisões no valor presente dos superávits futuros e, supondo, por exemplo, uma queda inesperada na inflação, a dívida real, então, passaria a valer mais. Os agentes, esperam superávits futuros mais altos, ou seja, mais impostos ou menos gastos. Logo, se não tiver mudanças nas expectativas fiscais de longo prazo, não pode existir inflação ou desinflação inesperada.

Nesse caso, a âncora do nível de preços é fiscal, dada pela razão entre o passivo financeiro do governo e o valor presente dos superávits primários futuros. O nível de preços, portanto, é determinado pela interação entre as políticas fiscal e monetária, uma vez que uma alta da taxa nominal de juros aumenta o custo da dívida, gerando, se não for acompanhada por uma redução do déficit primário, efeito expansionista. Isso porque, para a TFNP, todo passivo do governo é um ativo do setor privado. Resende conclui então que:

Os processos inflacionários são mais estáveis e mais insensíveis à demanda agregada, à capacidade ociosa e ao desemprego do que se imaginava. A inflação é, em essência, função das expectativas, que uma vez ancoradas têm grande inércia. Segundo a TFNP, a ancoragem das expectativas está associada à restrição orçamentária intertemporal do governo. Como todo processo que depende da formação de expectativas coletivas, a inflação está sujeita a uma multiplicidade de fatores, tanto objetivos como subjetivos. Muitos deles estão além das fronteiras tradicionais da economia e precisam ser mais bem compreendidos. (RESENDE, 2017, p. 141)

Sob esse modelo, a autoridade monetária ainda pode continuar tentando diagnosticar e equilibrar choques. A regra para taxa de juros permanece como o determinante central da inflação esperada e as expectativas de política fiscal estáveis apenas se reduzem na volatilidade

inesperada. Cochrane (2017) alerta, contudo, para as conclusões do modelo de que baixar juros baixa a inflação<sup>8</sup> implica:

- (i) a movimentação da taxa de juros deve ser crível e persistente, assim como o movimento da dívida de longo prazo; e
- (ii) a credibilidade também é fator importante à autoridade fiscal, uma vez que sua coordenação tem de sinalizar o comprometimento com a desinflação. Assim, reduzir taxas nominais não soluciona o problema de inflação fundamentalmente fiscal.

Ainda que o ponto central do autor fosse o custo da utilização da taxa de juros como instrumento de controle da inflação, a discussão foi centrada nos aspectos teóricos do modelo de Cochrane (2017). Lisboa e Pessoa comentam que “essa conjectura não requer pouco. As pessoas devem acreditar que os juros reais permanecerão estáveis, apesar dos maiores juros nominais, e que essa crença seja compartilhada por todos” (LISBOA; PESSOA, 2017, não paginado). Oreiro (2017, p. 15) acrescenta que “supor que variações na taxa nominal de juros não tem efeito sobre a taxa real de juros é o mesmo que dizer que a política monetária é neutra mesmo no curto-prazo, o que contraria a vasta evidência empírica disponível sobre o tema”. Ademais, segundo o autor:

A análise da controvérsia recente sobre a relação de causalidade entre a taxa nominal de juros e a taxa de inflação não parece ser muito favorável à posição defendida por Lara-Resende. Com efeito, a ideia de que uma elevação da taxa nominal de juros resulta num aumento da inflação a médio-prazo baseia-se numa interpretação equivocada a respeito dos graus de liberdade que a autoridade monetária possui para fixar a taxa nominal de juros. A interpretação de Lara-Resende pressupõe que a taxa nominal de juros é uma variável exógena ao sistema econômico, ao invés de resultar de um processo no qual a autoridade monetária manipula os instrumentos de política monetária (no caso a taxa de juros) com vistas à obtenção de um determinado objetivo, no caso em questão, uma meta numérica para a taxa de inflação (OREIRO, 2017, p. 16)

Sobre esse ponto, Loyo (2017) lembra que variações na taxa de juros não se dão de forma discricionária, mas como reação à inflação. Dessa forma, a taxa de juros não é totalmente exógena. Seguindo uma regra de manutenção, em particular a regra de Taylor, garante-se que, sob condições normais, as expectativas ficam ancoradas e um aumento da taxa de juros levará à redução da inflação.

---

<sup>8</sup>Artigo original foi publicado em dezembro/2016. Após a repercussão no Brasil e na Turquia, foi adicionado comentário alertando sobre a conclusão em nova versão publicada em junho/2017.

Lisboa e Pessoa (2017) replicam que, uma vez que o Banco Central antecipe corretamente a queda da inflação, deve se reduzir a taxa de juros e, portanto, não se deve surpreender a coexistência entre juros menores e inflação mais baixa. Além disso, acrescentam que “os testes empíricos disponíveis indicam que o modelo padrão funciona por aqui: aumento da taxa real de juros reduz a demanda, como ilustra a atual queda da inflação em contraposição ao afrouxamento da política monetária a partir de agosto de 2011” (LISBOA; PESSOA, 2017, não paginado). Esse ponto também é defendido por Senna (2017), que acrescenta que “nos últimos anos, tivemos vários ciclos de alta e da baixa da taxa Selic. Em todos esses episódios a inflação reagiu de acordo com o raciocínio tradicional, caindo em resposta às fases de alta e subindo em resposta aos ciclos de baixa, com defasagem variável” (SENN, 2017, não paginado). A crítica do autor é a seguinte:

A aplicação da teoria à realidade brasileira parece ainda mais inapropriada. Cochrane não faz referência a juros reais, aspecto que verdadeiramente se debate no Brasil. Sua análise diz respeito a juros nominais. Dependendo de como se apresente a discussão no Brasil, transmite-se a ideia de que é possível resolver, sem custos, tanto o problema da inflação quanto parte de nossos problemas fiscais, bastando para isso derrubar a Selic. (SENN, 2017, não paginado)

Por fim, um aspecto consensual do debate levantado por Resende é de que o pré-requisito para a redução da taxa de juros é uma reforma fiscal que mostre resultados efetivos (NAKANO, 2017, não paginado). Sobre esse ponto, Oreiro (2017, p. 18) conclui que:

o problema dos juros no Brasil não é de “falta de diagnóstico” ou muito menos devido a um suposto “conservadorismo intelectual”. Na verdade, a interpretação dada por Lara-Resende para a persistência dos juros elevados no Brasil é tremendamente conservadora, pois reduz o problema dos juros a uma questão puramente fiscal. Isso nos parece um enorme reducionismo. Os juros no Brasil permanecem altos porque simplesmente nenhum governo após a reintrodução das eleições diretas procurou eliminar as distorções que conduzem a esse resultado.

## **4 ANÁLISE DA PERFORMANCE DA ECONOMIA BRASILEIRA SOB TAXAS DE JUROS ELEVADAS**

A possibilidade de agravamento fiscal da política de juros altos foi analisada para o contexto brasileiro por Loyo (1999) e Blanchard (2004). O primeiro argumentou que a TFNP poderia explicar a inflação estável da década de 1970 e explosiva no início dos anos 1980; ao passo que Blanchard caracterizou-a, no período eleitoral de 2002, como uma situação de dominância fiscal. No entanto, conforme destaca Resende (2011), embora conceitualmente possíveis, não se pode concluir sobre a necessidade de redução da taxa de juros a partir delas, uma vez que não garantem melhor equilíbrio com inflação dentro das metas, permitindo apenas deduzir que para reduzir a percepção de risco é necessário um aumento dos superávits. O uso da taxa de juros em economias com inflação crônica vem sendo debatido na literatura econômica há mais tempo.

Desta forma, o objetivo deste capítulo é analisar o desempenho da economia brasileira desde a adoção da taxa de juros como instrumento único de política monetária. Esse exercício será feito em três etapas: primeiramente, serão feitos breves comentários sobre o arcabouço institucional do regime de metas adotado; em seguida, se fará uma revisão da condução da política monetária nesse período; por fim, são apresentadas as conclusões sobre a manutenção do conservadorismo da política monetária.

### **4.1 ASPECTOS INSTITUCIONAIS**

Na América Latina, a ampla adesão ao regime de metas de inflação deu-se pelo insucesso de outras estratégias de âncoras nominais, sobretudo de âncora cambial, devido às recorrentes crises cambiais dos anos 1990 resultantes dos ataques especulativos às moedas. Dessa forma, superado o problema da estabilização da inflação, essas economias passaram a ter problemas de balanço de pagamentos. Como, desde o início da década de 1990, diversos países desenvolvidos vinham adotando o RMI, este foi visto como alternativa à condução da política monetária na América Latina, dado que uma das condições de implementação é a vigência do câmbio flutuante, imprescindível para equilibrar o setor externo. (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO; 2009).

De acordo com Squeff, Oreiro e Paula (2009), para os países emergentes, a utilização da taxa de juros para o controle da demanda agregada é menos eficaz do que para os desenvolvidos por dois mecanismos de transmissão da política monetária: pelo canal do crédito, dado que esses países possuem menor relação crédito ao setor privado/PIB; e pelo efeito riqueza, visto que o mercado de capitais nesses países é menos desenvolvido, afetando pouco o consumo.

Ademais, estão mais expostos a choques de oferta pela elevada participação de produtos comercializáveis, essencialmente primários, que ficam sujeitos a variações climáticas, e maior volatilidade na taxa de câmbio, que é transmitida tanto pelos bens comercializáveis e importados quanto pelas expectativas dos agentes. Uma vez que os mercados financeiros são menores, os preços definidos neles, incluindo a taxa de câmbio, ficam sujeitos às expectativas que não necessariamente relacionam-se com as variáveis macroeconômicas e a memória inflacionária. Dessa forma, convivem com uma taxa de inflação mais elevada e taxas de juros mais altas.

Assim, o arranjo institucional do RMI, definido pelos *policymakers* no momento da implementação, é um elemento essencial na determinação do grau de flexibilidade e, portanto, dos custos em termos de outras variáveis macroeconômicas. Os principais elementos que compõem esse arranjo são: (i) definição do valor numérico da meta; (ii) definição do índice a ser utilizado (índice cheio ou o núcleo da inflação); (iii) período de convergência à meta; (iv) determinação da taxa de juros – regras versus discricionariedade; e (v) necessidade de adoção de instrumentos complementares no controle da inflação, como controle de capitais, de crédito e políticas de renda. Nesse contexto, a rigidez do RMI dá-se conforme abaixo:

Figura 2: Intervalo de Flexibilidade do arranjo institucional do RMI

	<b>Arranjos menos flexíveis</b>	<b>Arranjos intermediários</b>	<b>Arranjos mais flexíveis</b>
Meta	Meta pontual	.....	Ampla intervalo
Índice de preços	Cheio	.....	Núcleo
Período de convergência	um ano	.....	Longo prazo
Determinação da taxa de juros	Regras	.....	Discricionariedade
RMI é suficiente?	Sim	.....	Não

Fonte: Squeff, Oreiro e Paula (2009).

Conforme destacam os autores, países com histórico recente de inflação elevada adotam um RMI mais rígido, a fim de sinalizar um compromisso com a estabilidade de preços. O arcabouço institucional da política monetária no Brasil corrobora com essa tese. As metas monetárias são definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central determina a taxa de juros de curto prazo de forma a convergir o índice cheio do IPCA à meta no período de um ano. Apesar da utilização de bandas, que conferem algum grau de flexibilidade à condução da política monetária, a adoção do índice cheio, a fixação de um ano para convergência da inflação e a utilização da taxa de juros como instrumento único determinam a rigidez do regime. Ainda assim:

[...] A existência de banda permite que a autoridade monetária cumpra a meta sem que a política monetária se torne excessivamente restritiva. Contudo, tal banda não pode ser muito ampla, pois criaria a expectativa de falta de compromisso em alcançar seu centro. Sua utilização, portanto, deve ser feita com bastante critério e parcimônia. Assim, se por um lado é importante que existam bandas para acomodar os choques econômicos, por outro lado sua amplitude deve ser limitada de forma a não prejudicar a credibilidade do regime de metas (BCB, 2016b, p. 7).

Dessa forma, os elementos institucionais da política monetária brasileira tornam a convergência da inflação à meta mais custosa. Um menor horizonte de tempo necessita de ajustes mais fortes na taxa de juros e, uma vez que choques têm seus efeitos defasados, esses efeitos poderiam se atenuar no tempo caso o horizonte da meta fosse maior. No entanto, o Banco Central defende que, dado o histórico inflacionário do país, a adoção do período de um ano para a convergência à meta é mais adequada:

[...] Horizontes mais longos permitem respostas mais suaves da política monetária em relação aos choques econômicos, já que a inflação, mesmo apresentando grandes variações, tem certa inércia, requerendo maior tempo para se ajustar. Por outro lado, horizontes mais curtos permitem convergência mais rápida das expectativas, possibilitando neutralizar parte dos efeitos inflacionários decorrentes de expectativas elevadas para a inflação futura. Em economias como a brasileira, nas quais ainda se está buscando convergência para melhores padrões internacionais de taxa de inflação, horizontes mais curtos podem ser mais adequados (BCB, 2016b, p. 8).

Fica claro, portanto, que a condução da política monetária dá-se apesar dos custos de convergência da inflação à meta. Isso porque, de acordo com a autoridade monetária, a política monetária é neutra no longo prazo:

Apesar da maioria dos economistas concordarem em relação aos efeitos qualitativos da política monetária (e.g. um aumento da taxa de juros deprime, no curto prazo, a atividade econômica e diminui a inflação) sobre a economia, persistem discordâncias a respeito da magnitude desses efeitos e, principalmente, dos canais pelos quais esses efeitos se propagam na economia. [...] é importante ressaltar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia (BCB, 1999, p. 89).

Cabe destacar ainda que o BCB não possui independência formal, apenas de instrumentos, ficando suscetível a pressões políticas decorrentes do viés inflacionário das autoridades. Ademais, uma vez que a definição das metas de inflação não é feita pelo governo, como nos demais países, mas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), composto pelo presidente do BCB e ministros da Fazenda e do Planejamento e a autoridade só deve vir à público quando as metas não são cumpridas, o grau de *accountability* é menor, ou seja, os objetivos da política monetária não necessariamente se aproximam dos da sociedade (FONSECA *et al.*, 2016).

Saraiva e Paula (2015) argumentam que, a despeito do vasto número de estudos comparativos sobre a performance dos países emergentes sob RMI com os que não adotam, não é possível concluir que esses apresentam inflação menor e mais volátil e maior taxa de crescimento do produto. Isso porque esses países têm problemas econômicos específicos, tais como:

- (i) repasse cambial maior do que as economias desenvolvidas;
- (ii) dificuldades na previsão da inflação, uma vez que os choques são mais frequentes e têm efeito mais forte e os mercados financeiros são menores;
- (iii) dado seus expressivos passivos em moeda estrangeira, estas têm medo da flutuação cambial livre;
- (iv) enfrentam ainda o problema da credibilidade da política monetária.

No caso do Brasil, no entanto, conforme Fonseca *et al.* (2016) destacam, a taxa de juros praticada, em comparação à países com mesma renda per capita que adotam o RMI, é muito elevada: enquanto nesses países a taxa de juros nominal situa-se entre 2,75% e 5%, por aqui, a mínima histórica atingiu, recentemente (dezembro de 2017), 7,0%. Quanto à eficácia, os autores mostram que o Brasil tem o pior resultado em termos de redução da inflação com um choque de juros, uma vez que é o único caso que a resposta do índice de preços não chega a ser negativa e tem efeito declinante tardio.

## 4.2 POLÍTICA MONETÁRIA: 1999-2016

A adoção do RMI no Brasil deu-se no contexto da insustentabilidade da manutenção do regime de âncora cambial devido aos recorrentes ataques especulativos ao *real*. Diante da ameaça de descontrole inflacionário, a taxa de juros foi fixada em 45,00% logo após a introdução do RMI em junho de 1999 sinalizando que, à medida que o processo de *overshooting* fosse revertido, a política monetária seria flexibilizada (MODENESI, 2005). Dessa forma, até o final do ano, a Selic foi conduzida ao patamar de 19,00%. De acordo com o arcabouço teórico do RMI, o ano de 1999 foi bem-sucedido, tendo em vista a manutenção da demanda agregada desaquecida visando ao controle de preços, uma vez que o PIB real nesse ano cresceu apenas 0,47% (MODENESI, 2005). Em 2000, a estabilização da taxa de câmbio e o arrefecimento da pressão inflacionária possibilitaram o cumprimento das metas de inflação com uma menor taxa Selic. Entretanto, em 2001, a economia brasileira ficou suscetível a uma série de choques internos e externos – crise da Argentina, segundo maior parceiro comercial do país à época, crise energética local, os efeitos internacionais do 11 de setembro de 2001 e a desaceleração econômica mundial – que culminaram em um processo de depreciação cambial e elevação do risco país, prejudicando o cumprimento das metas.

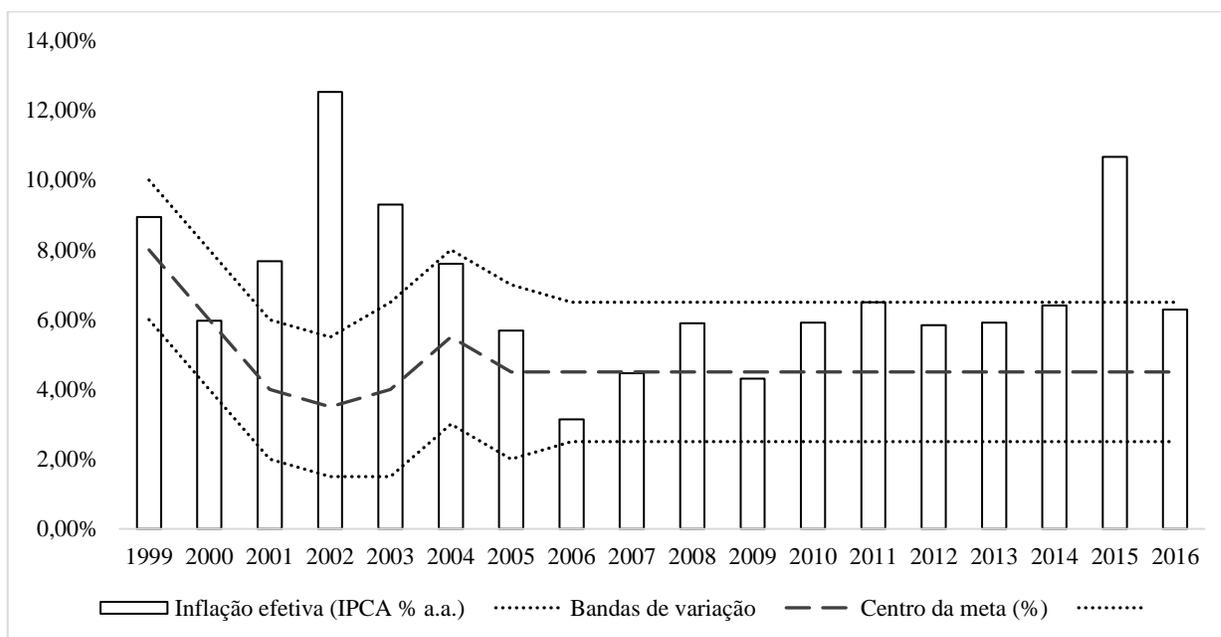
A Selic começou o ano de 2001 em 15,75% ao ano e sofreu uma redução ainda em janeiro para 15,25% ao ano. Deu-se início a um ciclo de aumento da taxa de juros entre março e agosto chegando a 19,00% ao ano, valor mantido até o ano subsequente. De acordo com Modenesi (2005), já no segundo semestre sabia-se que a meta de inflação não seria cumprida; dessa forma, optou-se por não sacrificar excessivamente o desempenho econômico, uma vez que elevação da inflação era proveniente de choques de oferta e, portanto, passageiros. Dessa forma, em 2001, o crescimento do PIB foi de 1,39%.

A crise de confiança seguiu em 2002 com a possibilidade de eleição de Lula, dando continuidade ao processo de depreciação cambial e elevação do risco país. A Selic fechou o ano em 25%, enquanto a inflação atingiu o maior valor desde a adoção do RMI: 12,50%. Entre dezembro de 2000 e setembro de 2002 o câmbio já tinha praticamente dobrado de valor, sendo esse o principal componente da inflação nesses dois anos.

O histórico de convergência da inflação às metas pode ser visto no Gráfico 02. Nota-se que os efeitos da crise de confiança culminaram no não cumprimento das metas de inflação por três anos consecutivos ainda no início da vigência do regime. Observadas a deterioração das

expectativas e a depreciação cambial iniciadas em 2001, o Banco Central revisou, em junho de 2002, a meta de inflação para o ano seguinte de 3,25% para 4,00%. No entanto, ainda assim não foi cumprida. Já em 2004, a inflação só ficou dentro do limite da banda superior devido à revisão da meta. Nesse ano, a elevação dos preços internacionais do petróleo impactou o IPCA tanto pelos preços administrados quanto via choque de oferta. Somados, esses dois fatores representaram aproximadamente 85,00% da composição do índice no ano.

Gráfico 02: performance da inflação sob o regime de metas, 1999-2016



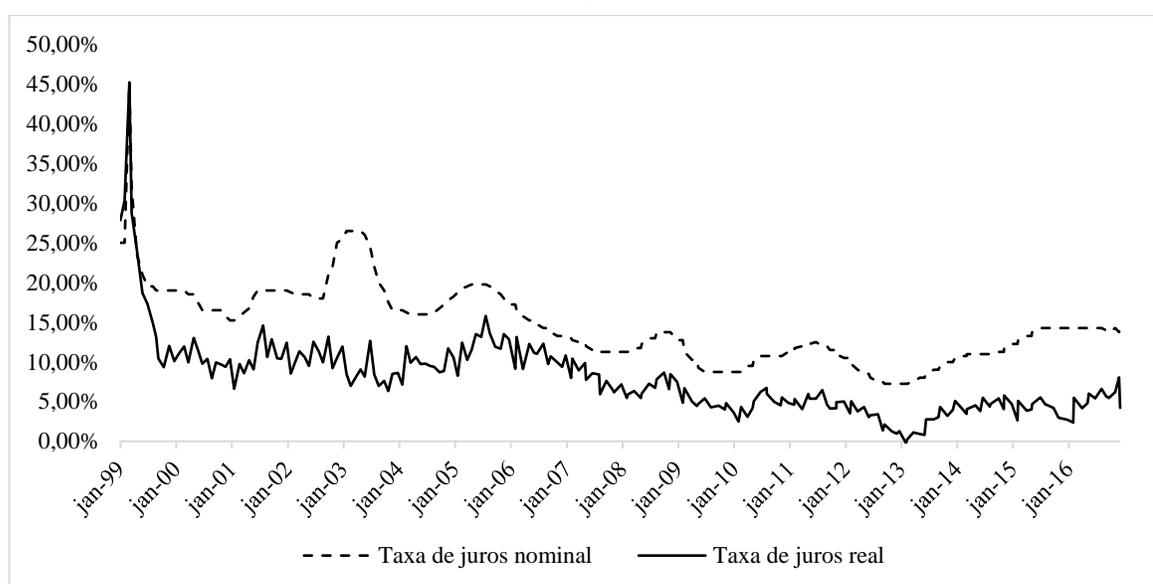
Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2017d).

Uma vez eleito, Lula formou uma equipe econômica conservadora, com Henrique Meirelles na presidência do BCB, que garantiu a manutenção do sistema de metas de inflação. O ciclo de elevação da Selic que iniciou em outubro de 2002 foi continuado, atingiu o patamar de 26,50% e permaneceu até o meio do ano. Pelo Gráfico 03, é possível observar que, nesse período, a Selic atingiu o seu maior valor desde o estabelecimento do RMI. No entanto, conforme visto anteriormente, essa elevação coincidiu com o não cumprimento das metas.

Ademais, no âmbito fiscal, a meta de superávit primário elevou-se para 4,25% do PIB. A medida que o presidente ganhava confiança, o risco-país caiu e o fluxo de entrada de capitais cresceu, dada a elevada taxa de juros e comércio internacional favorável; consequentemente, o câmbio diminuiu. A contribuição das expectativas na inflação também diminuiu: em 2002 e

2003, a expectativa representou, respectivamente, 13,60% e 18,39% da taxa de inflação. Esta participação foi drasticamente reduzida já em 2004, que foi 4,87% e, em 2006, 2007 e 2009 impactou negativamente a inflação. Neste ano, mais de dois terços do IPCA – precisamente, 63,66% - foi atribuído à inércia inflacionária decorrente dos eventos dos anos anteriores. Com o câmbio estabilizado e os efeitos da inércia concentrados no primeiro trimestre, a taxa de juros nominal foi mantida no mesmo nível até junho, quando se iniciou um ciclo de redução, encerrando o ano em 16,50%.

Gráfico 03 - Taxas de juros real e nominal, 1999-2016

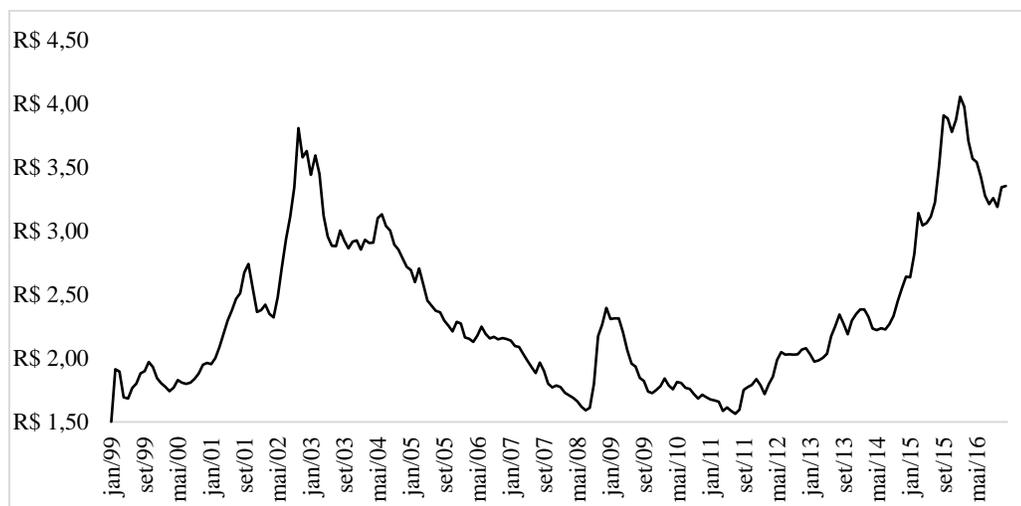


Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do IPEADATA (2017).

Entre 2003 e 2007 o comércio internacional era extremamente favorável às economias emergentes. Nesse contexto, Oreiro *et al.* (2008) argumentam que o cenário internacional possibilitou tanto o relaxamento das restrições internas ao crescimento, uma vez que o repasse cambial negativo possibilitou a convivência com taxas de juros menores para cumprimento da meta de inflação - ainda que tenha-se iniciado um ciclo de aumento da Selic em setembro de 2004 que perdurou um ano, com o objetivo de prevenir futuras pressões inflacionárias - quanto externa, reduzindo a vulnerabilidade da moeda. Dessa forma, em comparação aos demais anos, o crescimento do PIB teve um desempenho extremamente positivo e, em 2007, atingiu 6,07%. Tanto o repasse cambial quanto as expectativas contribuíram para a convergência da inflação à meta nesse período. No Gráfico 04 observa-se, como resultado dos sucessivos superávits em

transações correntes e da recuperação da confiança, uma forte e contínua apreciação da taxa de câmbio no período. Dessa forma, no período mencionado, o repasse cambial impactou negativamente a inflação, especialmente entre 2005 e 2007, possibilitando o cumprimento da meta com relativa folga (Gráfico 02).

Gráfico 04 - Dólar Comercial - média mensal, 1999-2016



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2017c).

A crise que eclodiu no último trimestre de 2008 causou uma reversão no fluxo internacional de capitais. Entre julho e dezembro, a desvalorização da taxa de câmbio foi de mais de 50%. No entanto, em janeiro de 2009 esse movimento estabilizou-se e, já em abril, a moeda retomou a apreciação, voltando a impactar negativamente a inflação em 2009 e 2010. As expectativas inflacionárias permaneceram ancoradas: em 2008 e 2010, impactaram o IPCA em aproximadamente 0,2 pontos percentuais – menos de 4% dos índices; em 2009, esse impacto foi de -2,53%. Tamanha confiança no gerenciamento da crise possibilitou que o PIB real saltasse de -0,13% em 2009 para 7,53% em 2010, maior valor desde a adoção do RMI. A resposta à crise foi uma redução da taxa de juros: a Selic iniciou o ano de 2009 em 13,75% e terminou em 8,75%. Este patamar foi alterado em abril de 2010, em função do choque de *commodities* que atingiu a economia e impactou a inflação. Cabe destacar que, a partir deste ano, a decomposição da inflação anual feita pelo BCB passou a considerar também a ocorrência de choques de oferta. O recálculo dos anos passados representou uma alteração da participação dos preços livres no índice em função desses choques. Essa alteração pode ser vista na Tabela 02 abaixo:

Tabela 02 – peso dos preços livres no IPCA, 2003-2009

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Antes dos choques	11,83%	57,89%	59,65%	56,05%	112,78%	63,90%	80,51%
Depois dos choques	-1,29%	10,94%	75,40%	50,32%	65,25%	38,14%	86,31%

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2009, 2010 e 2011a).

Em 2011, Dilma Rouseff assumiu a presidência e nomeou para a presidência do BCB Alexandre Tombini. Os primeiros meses de mandato demonstraram continuidade do conservadorismo da política monetária com continuação do aumento da taxa de juros. No entanto, em agosto, enquanto as expectativas do mercado, expressas no boletim Focus, apontavam a manutenção desse patamar, o COPOM reduziu a Selic em meio ponto percentual, iniciando o ciclo de redução que levou a Selic ao menor patamar histórico em termos reais (Gráfico 03):

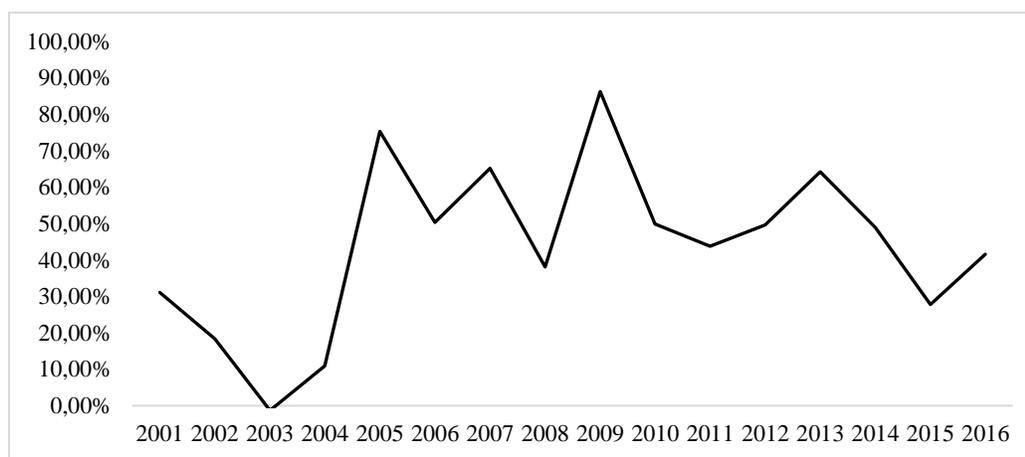
A demanda doméstica ainda se apresenta robusta, em grande parte devido aos efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda e a expansão do crédito. Entretanto, iniciativas recentes reforçam um cenário de contenção das despesas do setor público. Também se apresentam como importantes fatores de contenção, a substancial deterioração do cenário internacional e ações macroprudenciais implementadas. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal são parte importante do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas. O Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012 (BCB, 2011c, não paginado).

Dessa forma, enquanto a autoridade monetária priorizou a manutenção do crescimento elevado, consistente com o cumprimento das metas de inflação, o mercado priorizou a preservação do conservadorismo da política monetária. Desde então, o câmbio seguiu uma trajetória de depreciação: a taxa de câmbio média mensal saltou de R\$ 1,60 em agosto de 2011 para R\$ 3,87 em dezembro de 2015. Ademais, a inflação manteve-se muito próxima do limite superior, com exceção de 2015, quando essa extrapolou a meta em função de um choque de preços administrados. É notável uma maior participação do componente inercial e das expectativas na decomposição da inflação anual: enquanto no segundo mandato de Lula (entre 2007 e 2010) a média foi de 0,65% da inflação explicada pelo componente inercial e -1,17% para as expectativas, no período Dilma esses valores, respectivamente, foram de 9,04% e 8,87%. Por

outro lado, a média de crescimento do PIB foi de 0,34%, puxada pelo crescimento positivo dos três primeiros anos de mandato. Em abril de 2013, outro ciclo de aumento da taxa de juros teve início, até atingir 14,25% em julho de 2015 e manteve até o final de 2016.

Em suma, é possível notar que pouco se atribui aos preços livres a elevação da inflação. Essa relação pode ser vista no Gráfico 05.

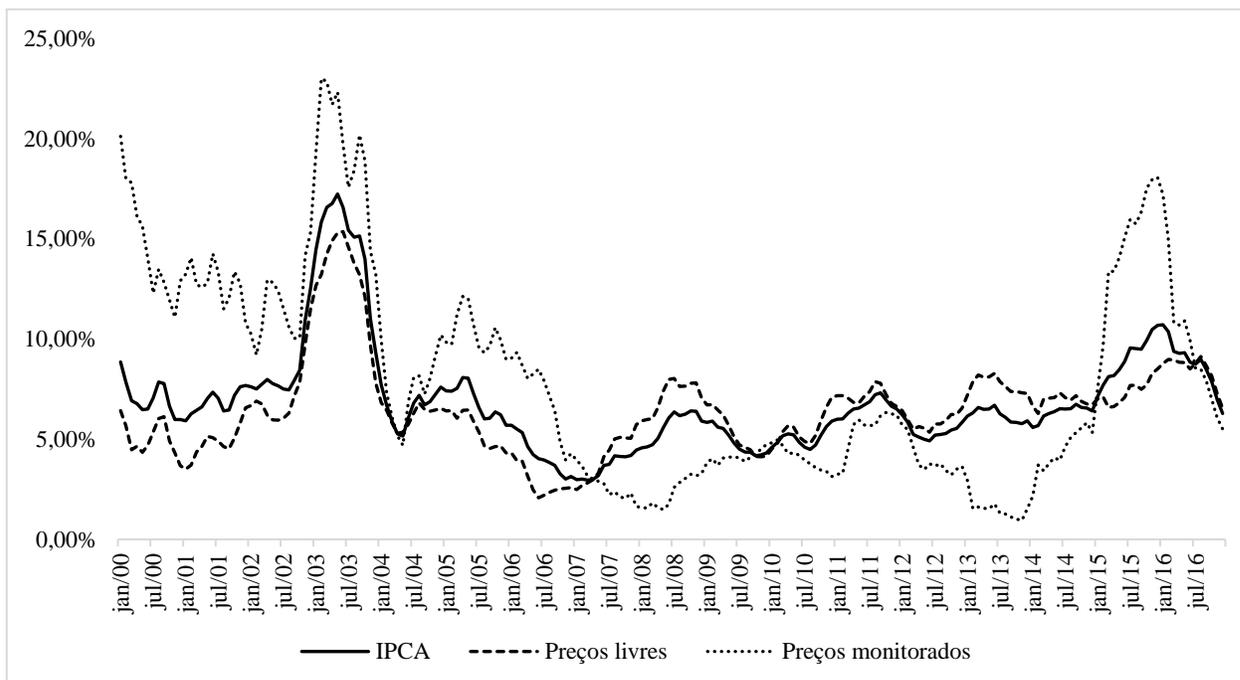
Gráfico 05: impacto dos preços livres no IPCA anual, 2001-2016



Fonte: elaborado pelo autor com bases em dados do BCB (2006, 2011a, 2013, 2015 e 2017a).

Desde 2001, em apenas cinco anos a variação dos preços livres representou mais da metade do IPCA. Em todos esses anos, a meta de inflação foi cumprida com folga (Gráfico 02). Apesar da exposição da economia a choques, o que dificulta a previsibilidade da inflação, a persistência desta em níveis elevados relaciona-se ainda com a participação dos preços administrados na composição da cesta do índice, que tem sido de, aproximadamente, 30%. Com exceção de eventos pontuais, como a redução das tarifas de energia elétrica e revogações dos reajustes de tarifas de transporte público em 2013, esses preços, historicamente, têm variação acima dos preços livres, puxando o índice para cima. Em 2015, por exemplo, o BCB estimou que esses preços representaram 4,21 pontos percentuais do IPCA – ou seja, quase 40% dos 10,67% da inflação anual. Essa discrepância entre as variações de preços pode ser vista no Gráfico 06. Ademais, conforme visto anteriormente, esses preços sofrem impacto da taxa de câmbio, tanto pela variação no preço dos insumos importados quanto pelo reajuste desses preços, determinado pelo índice geral de preços que, por sua vez, tem participação considerável de produtos comercializáveis, elevando o IPCA.

Gráfico 06: inflação acumulada 12 meses, 2000-2016



Fonte: elaborado pelo autor com bases em dados do BCB (2017c).

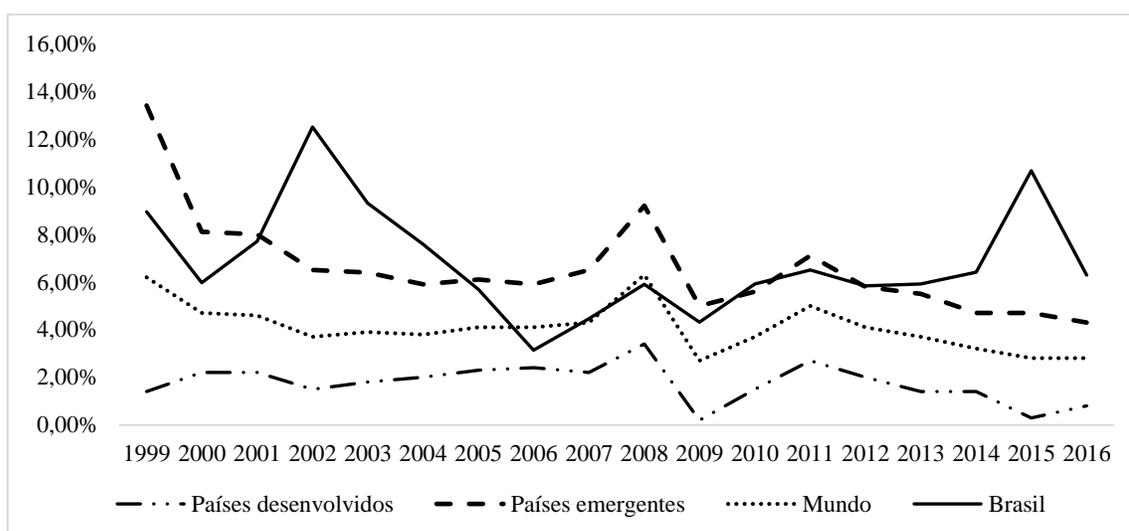
Considerando, ainda, o impacto direto da taxa de câmbio sobre os bens comercializáveis, é notável que o câmbio é um importante mecanismo transmissor da política monetária. Dessa forma, conforme Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009) destacam, em períodos de depreciação cambial e turbulência externa, a taxa de juros aumenta a fim de cumprir a meta inflacionária; em períodos menos conturbados, essa mantém-se elevada para atrair capitais, apreciando a taxa de câmbio. Apesar da volatilidade do impacto do repasse cambial na inflação, desde 2001, o câmbio contribuiu mais vezes na redução da inflação do que para o aumento. Conforme destacam Modenesi e Araújo (2010, p. 15):

[...] a valorização cambial não pode ser considerada um subproduto indesejável da fixação dos juros em níveis elevados, como apontado por muitos. Antes pelo contrário, a evidência empírica mostra que trata-se da essência da atual política de estabilização: uma alta da Selic valoriza o real. Dada a importância do câmbio na evolução do IPCA, a valorização cambial reduz a inflação. Esta evidência, em conjunto com as demais já apresentadas, indica que esse tem sido o principal mecanismo de transmissão da política monetária.

Dessa forma, não apenas a inflação tem sido volátil, mas elevada. Essa análise fica ainda mais clara quando se compara o desempenho brasileiro aos demais países. O Gráfico 07 mostra

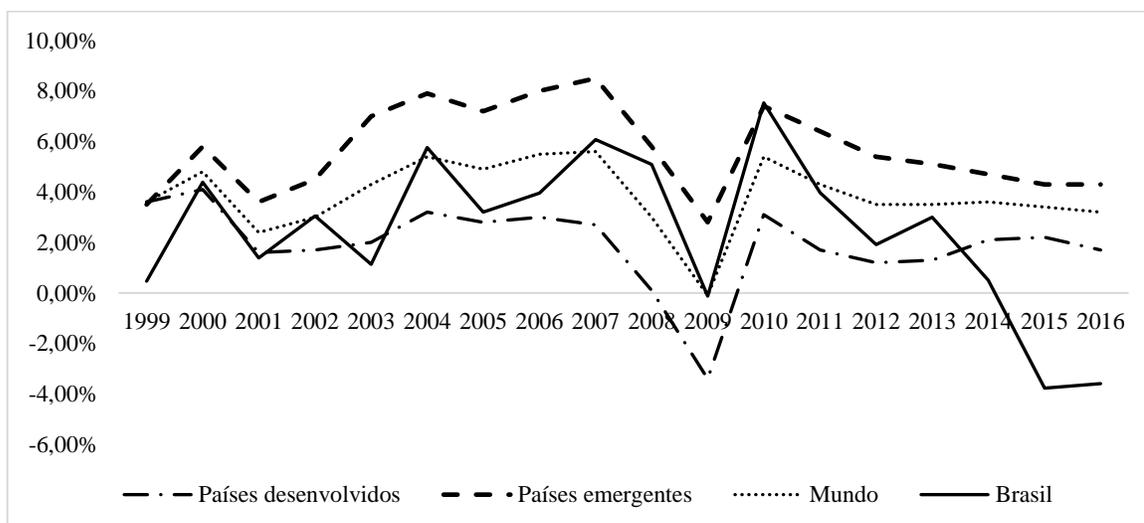
que o Brasil não tem seguido a tendência mundial de estabilização da inflação verificada, inclusive, nos países emergentes. Enquanto, desde 2011, esses países, em média, têm mantido uma trajetória de redução, passando de 7,10% em 2011 para 4,30% em 2016, a inflação brasileira seguiu uma trajetória ascendente com expressiva elevação em 2015 seguida de uma redução muito próxima ao limite superior da meta.

Gráfico 07 – taxa de inflação (% ao ano)



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do FMI (2017).

Gráfico 08 – variação do PIB real (% ao ano)



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do FMI (2017).

O comportamento do produto não tem sido diferente. Pelo Gráfico 08, observa-se que o crescimento do produto, além de mais volátil, tem sido inferior aos demais países. A média de crescimento do PIB real anual desde a adoção do RMI foi de 2,45%, ficando acima de 5% em apenas três ocasiões. Por sua vez, para o grupo dos países emergentes, a média de crescimento nesse mesmo período foi de 5,68%. De acordo com Modenesi (2010), o desempenho fraco e volátil do produto deixa clara a falha do mecanismo de transmissão da política monetária: uma elevação dos juros contrai a demanda agregada mas esse desaquecimento não se transmite integralmente aos preços, causando efeito desproporcional entre a queda da atividade econômica e a queda da inflação.

Por fim, cabe ainda destacar o impacto nas contas públicas (Tabela 03), uma vez que em todos os anos as despesas com juros foram muito superiores ao resultado primário implicando em déficits nominais permanentes. Dessa forma, o esforço fiscal obtido, pelo menos até 2013, é consideravelmente piorado pelo resultado nominal. Esse efeito é especialmente observado nos anos recentes, uma vez que, desde 2011, o resultado primário tem-se deteriorando e tornou-se negativo no triênio 2014-2016, tendo como consequência o expressivo agravamento das contas nominais.

Tabela 03: Indicadores fiscais (% PIB)

	<b>Resultado primário</b>	<b>Despesas com juros</b>	<b>Resultado nominal</b>
2002	3,19	-7,61	-4,42
2003	3,24	-8,42	-5,18
2004	3,69	-6,56	-2,88
2005	3,74	-7,28	-3,54
2006	3,15	-6,72	-3,57
2007	3,24	-5,98	-2,74
2008	3,33	-5,32	-1,99
2009	1,94	-5,13	-3,19
2010	2,62	-5,03	-2,41
2011	2,94	-5,41	-2,47
2012	2,18	-4,44	-2,26
2013	1,71	-4,67	-2,96
2014	-0,56	-5,39	-5,95
2015	-1,85	-8,36	-10,22
2016	-2,49	-6,49	-8,98

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do BCB (2017c).

Dadas as características já mencionadas da economia brasileira, o sucesso do RMI só foi possível mantendo taxas de juros extremamente elevadas comprimindo a demanda agregada. Disso decorrem três resultados negativos: (i) elevação da taxa de juros comprime o PIB, de forma que as despesas com juros ficam mais “pesadas”; (ii) uma vez que grande parte da dívida pública é indexada à Selic, conseqüentemente, aumenta a dívida pública; (iii) deprimindo a demanda agregada, também se reduz a arrecadação tributária.

Nesse sentido, conforme destacam Araújo e Modenesi (2008), a adoção do RMI é amparada pela ampla literatura a respeito dos benefícios da estabilidade da inflação. No entanto, pouco se discute sobre a busca a qualquer custo da estabilidade de preços.

## 5 CONCLUSÃO

Esse trabalho abordou a discussão sobre as causas da persistência da taxa de juros em níveis elevados e os seus impactos sobre algumas variáveis selecionadas da economia brasileira.

Primeiramente, foi retomado o arcabouço teórico acerca da condução da política monetária. Observou-se a relevância das contribuições da teoria keynesiana e sua aproximação com a realidade, bem como mostrou-se como a teoria do *mainstream* discute a questão monetária de forma um tanto abstrata, vinculando-a à idéia de neutralidade monetária.

Em seguida, foi retomado o debate sobre a taxa de juros no Brasil. Apresentaram-se, primeiramente, as teses utilizadas para explicar a persistência desta em níveis elevados. Começamos pelas teses (i) da incerteza jurisdicional e (ii) da inconvertibilidade do *real*. No entanto, passados mais de vinte anos da estabilização, estas não são mais suficientes para responder à questão dos juros altos. Seguiu-se discutindo (iii) a ineficácia da política monetária, (iv) o resultado fiscal, (v) os múltiplos equilíbrios e (vi) a convenção conservadora. Ademais, foi apresentado o debate levantado por André Lara Resende (2017) sobre a possibilidade de a taxa de juros guiar as expectativas dos agentes de forma que, pela equação de Fischer, ela causaria inflação elevada, resultado contrário ao que prevê a teoria do *mainstream*. Apesar dos problemas teóricos apontados por diversos economistas, a tese parece não ter aderência à conjuntura brasileira, uma vez que o próprio autor apontou que é necessário que se confie na solvência fiscal de longo prazo, o que, claramente, não se aplica.

Os argumentos mais recorrentes a respeito da manutenção da taxa de juros elevada são (i) o problema fiscal (ii) a persistência de mecanismos criados em época de descontrole inflacionário que reduzem a eficácia da política monetária. Dessa forma, ao que parece, a memória inflacionária tem causado um alto custo em termos do nível de produto (PIB). É possível encontrar na literatura amplo respaldo em defesa da prioridade da estabilidade de preços, mas pouco se fala sobre os custos dessa prioridade.

A conjuntura econômica brasileira, desde 1999, utiliza a taxa de juros para combater pressões de demanda que, na prática, não se verificam. Muito pelo contrário, a inflação brasileira, desde o PR, tem sido caracterizada por condições de oferta, choques exógenos – entre os quais de câmbio – e pela inércia de preços, públicos e administrados. Foi possível verificar no próprio discurso do Banco Central o reconhecimento desses fatores, ainda assim, a condução da política

monetária seguiu a cartilha ortodoxa. Como resultado, o não cumprimento das metas de inflação coincidiu com a Selic mais elevada e o produto não apresentou uma trajetória de crescimento consistente. Indo nessa direção, Oreiro (2017, p. 18) afirma o que segue:

Quando certo problema persiste por muitos anos – na verdade décadas – a razão da persistência pode não ser a falta de um diagnóstico claro, mas sim falta de interesse em resolver o problema. A eliminação das distorções que levam a esse equilíbrio ruim afeta não apenas os rentistas, mas também os sindicatos, pois exige, entre outras coisas, a revisão da regra de reajuste do salário mínimo, com o fim da indexação à inflação passada. Ao fim e ao cabo pode ter sido construída no Brasil uma coalizão de classes ou de interesses que impede a redução dos juros para um patamar mais razoável. Se isso é verdade a solução para o problema dos juros no Brasil não passa pelo Banco Central. Infelizmente, esse problema pode não ser resolvido nunca.

## REFERÊNCIAS

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 1-30, abr. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/01.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2017.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Inflation targeting**: a critical appraisal. The Levy Economics Institute, 2003. (Working paper, 388). Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=447761&rec=1&srcabs=268907&alg=1&pos=6](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=447761&rec=1&srcabs=268907&alg=1&pos=6)>. Acesso em: 5 out. 2017.

ARIDA, P. Ainda sobre a conversibilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3, p. 135-142, jul./set. 2003a. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/91-7.pdf>>. Acesso em: 3 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3, p. 151-154, jul./set. 2003b. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/91-9.pdf>>. Acesso em: 3 out. 2017.

\_\_\_\_\_. **Aspectos macroeconômicos da conversibilidade**: uma discussão do caso brasileiro. 2004. Disponível em: <<ftp://139.82.198.57/gfranco/Conversibilidade.Arida.25.02.pdf>>. Acesso em: 7 out. 2017.

\_\_\_\_\_. **Mecanismos compulsórios e mercados de capitais**: propostas de política econômica. Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças, 2005. (Texto para discussão, 8). Disponível em: <[http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/arida\\_mecanismos\\_compulsorios\\_e\\_mercado\\_de\\_capitais.pdf](http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/arida_mecanismos_compulsorios_e_mercado_de_capitais.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2017.

\_\_\_\_\_. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E. L. et al. **Mercado de capitais e dívida pública**: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 229-244.

ARIDA, P.; BACHA, E.; RESENDE, A. L. Credit, interest and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. **Inflation targeting, debt and the brazilian experience, 1999 to 2003**. Cambridge: MIT Press, 2005. p. 265-293. Disponível em: <<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/TPD2IEPE.pdf>>. Acesso em: 3 out. 2017.

BACHA, E. L. Incerteza jurisdicional e crédito de longo prazo. In: BACHA, E. L. et al. **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005. p. 169-173.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de inflação: junho 1999. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 1, n. 1, p. 1-97, jun. 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/06/ri199906P.pdf>>. Acesso em: 9 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2006. Relatório de Inflação, Brasília, DF, v. 8, n. 1, p. 1-165, mar. 2006. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2006/03/ri200603P.pdf>>. Acesso em: 9 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2007. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 9, n. 1, p. 1-161, mar. 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2007/03/ri200703P.pdf>>. Acesso em: 9 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2008. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 10, n. 1, p. 1-171, mar. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/03/ri200803P.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2009. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 11, n. 1, p. 1-177, mar. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2009/03/ri200903P.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2010. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 12, n. 1, p. 1-157, mar. 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003P.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2011. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 13, n. 1, p. 1-147, mar. 2011a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2011/03/ri201103P.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. **Focus – Relatório de mercado**. Brasília, DF, 26 ago. 2011b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20110826.pdf>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Comitê de Política Monetária. **Notas da 161ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, DF, 2011c. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?copom161>>. Acesso em: 13 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2012. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 14, n. 1, p. 1-145, mar. 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2012/03/ri201203P.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2013. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 15, n. 1, p. 1-140, mar. 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2013/03/ri201303P.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2014. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 16, n. 1, p. 1-123, mar. 2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2014/03/ri201403P.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2015. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 17, n. 1, p. 1-122, mar. 2015. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2015/03/ri201503P.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2016. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 18, n. 1, p. 1-121, mar. 2016a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2016/03/ri201603P.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Diretoria de Política Econômica. **Regime de metas para a inflação no Brasil**: com informações até junho de 2016. Brasília, DF, 2016b. (Perguntas mais frequentes). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2010-Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2017.

\_\_\_\_\_. **Sistema de metas para a inflação**: Copom: histórico das taxas de juros. Brasília, DF, 2016c. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>. Acesso em: 18 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: março 2017. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 19, n. 1, p. 1-64, mar. 2017a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2017/03/ri201703P.pdf>>. Acesso em: 19 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Relatório de inflação: setembro 2017. **Relatório de Inflação**, Brasília, DF, v. 19, n. 3, p. 1-72, set. 2017b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2017/09/ri201709P.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2017.

\_\_\_\_\_. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Brasília, DF, 2017c. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 20 out. 2017.

\_\_\_\_\_. **Histórico de Metas para a Inflação no Brasil**. Brasília, DF, 2017d. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/metase/TabelaMetaseResultados.pdf>>. Acesso em: 19 out. 2017.

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. **Journal of Monetary Economics**, v. 12, n. 1, p. 101-121, 1983. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/030439328390051X>>. Acesso em: 04 set. 2017.

BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. **Inflation targeting**: a new framework for monetary policy? Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997. (NBER Working paper, 5893). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5893.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2017.

BLANCHARD, O. **Fiscal dominance and inflation targeting**: lessons from Brazil. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working paper, 10389). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10389.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2017.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 146-180, jul./set. 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-10.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2017.

CARNEIRO, D. D.; WU, T. Y. H. **Dominância fiscal e desgaste do instrumento único de política monetária no Brasil**. Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças, 2005. (Texto para discussão, 7). Disponível em: <<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/TPD7IEPE.pdf>>. Acesso em: 9 out. 2017.

CARNEIRO, D.D. Letras Financeiras do Tesouro e a normalidade financeira: haverá um “peso problem”? In: BACHA, E. L. et al. **Mercado de capitais e dívida pública**: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 197-217.

CARVALHO, F. J. C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 323-336, out./dez. 2005. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/100-1.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2017.

CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2012.

CHRISTIANO, L. J.; FITZGERALD, T. J. Understanding the fiscal theory of the price level. **Economic Review**, Federal Reserve Bank of Cleveland, v. 36, n. 2, p. 1-38, 2000. Disponível em: <<https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/discontinued-publications/economic-review/2000-economic-review/er-2000q2-understanding-the-fiscal-theory-of-the-price-level.aspx>>. Acesso em: 10 set. 2017.

COCHRANE, J. H. **Michelson-Morley, Fisher, and Occam**: the radical implications of stable inflation at the zero bound. 2017. Disponível: <[http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/mm\\_occam\\_fisher.pdf](http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/mm_occam_fisher.pdf)>. Acesso em: 12 out. 2017.

FARHI, M. A ineficácia da política monetária. **Política Econômica em Foco**. n. 5, p. 78-102, nov. 2004/ abr. 2005. Disponível em: <[http://www3.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/pesquisa-2003-2006/Secao\\_III05-PEF.pdf](http://www3.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/pesquisa-2003-2006/Secao_III05-PEF.pdf)>. Acesso em: 15 out. 2017.

FRANCO, G. H. B. Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade. In: FRANCO, G. H. B. et al. **Por que os juros são altos no Brasil?** Centro de Liderança Pública, São Paulo, n. 6, p. 21-57, 2011. Disponível em: <<http://www.clp.org.br/Show/Por-que-os-juros-sao-altos-no-Brasil-?=LM1iKcl0se1SDdtw6py6wA==>>>. Acesso em: 15 out. 2017.

FERRARI FILHO, F.; MODENESI, A. M. Choques de oferta, indexação e política monetária: breves considerações sobre a aceleração inflacionária recente. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 26, p. 5-13, jul./set. 2011. Disponível em: <<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/26%20Capa/Andre%20de%20Melo%20Modenesi%20-%20Fernando%20Ferrari%20Filho.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2017.

FERRARI-FILHO, F. et al. "Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade plena do real". **Revista de Economia Política**, v. 25 (1), pp. 133-151, jan-mar 2005.

FISHER, I. **The purchasing power of money**: its determination and relation to credit, interest, and crises. New York: Augustus M. Kelley, 1961. Disponível em: <<http://public.econ.duke.edu/~kdh9/Courses/Graduate%20Macro%20History/Readings-1/Fisher%20Purchasing%20Power%20of%20Money.pdf>>. Acesso em: 05 set. 2017.

FONSECA, M. R. R.; PERES, S. C.; ARAÚJO, E. C. Regime de metas de inflação: análise comparativa e evidências empíricas para países emergentes selecionados. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 20, n. 1, p. 113-143, jan./abr. 2016. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v20n1/1415-9848-rec-20-01-00113.pdf>>. Acesso em: 23 out. 2017.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **The American Economic Review**, v. 58, n. 1, p. 1-17, Mar. 1968. Disponível em: <[https://wwz.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/witheo/lehre/2009\\_FS/vw14/doc/chapter8/Friedman\\_AER1968.pdf](https://wwz.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/witheo/lehre/2009_FS/vw14/doc/chapter8/Friedman_AER1968.pdf)>. Acesso em: 07 set. 2017.

GOODFRIEND, M. How the world achieved consensus on monetary policy. Cambridge: **National Bureau of Economic Research**, 2007. (NBER Working paper, 13580). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13580.pdf>>. Acesso em: 12 set. 2017.

HUMPHREY, T. M. The Quantity Theory of Money: its historical evolution and role in policy debates. **FRB Richmond Economic Review**, v. 60, p. 2-19, May/June 1974. Disponível em: <[https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic\\_review/1974/pdf/er600301.pdf](https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_review/1974/pdf/er600301.pdf)>. Acesso em: 20 set. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. In: \_\_\_\_\_. **Séries históricas e estatísticas**. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <<https://seriesestatisticas.ibge.gov.br/>>. Acesso em: 13 out. 2017.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA. Produto Interno Bruto (PIB) real. In: \_\_\_\_\_. **IPEADATA**. Brasília, DF, 2017. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38414>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Taxa de juros nominal - Overnight / Selic In: \_\_\_\_\_. **IPEADATA**. Brasília, DF, 2017. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38402>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Datasets**: World Economic Outlook (October 2017): Gross Domestic Product (GDP). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO/1>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. **Datasets**: World Economic Outlook (October 2017): Inflation: Inflation rate, average consumer prices. Disponível em:

< <http://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD> >  
 . Acesso em: 10 nov. 2017.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Lisboa: Relógio D'Água, 2010. 392 p.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **The Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473-492, June 1977. Disponível em: < [https://www.jstor.org/stable/1830193?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1830193?seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em: 15 set. 2017.

LEEPER, E. M., Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies. **Journal of Monetary Economics**, v. 27, n. 1, p. 129-147, Feb. 1991. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/030439329190007B>>. Acesso em: 15 set. 2017.

LISBOA, M.; PESSOA, S. Nada de novo no debate monetário no Brasil. In: VALOR ECONÔMICO. **Cultura & Estilo**. São Paulo, 20 jan. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/cultura/4842254/nada-de-novo-no-debate-monetario-no-brasil>>. Acesso em: 15 out. 2017.

LOPES, F. L. André, Cochrane e a teoria fiscal dos preços. In: VALOR ECONÔMICO. **Cultura & Estilo**. São Paulo, 17 fev. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/cultura/4872458/andre-cochrane-e-teoria-fiscal-dos-precos>>. Acesso em: 17 out. 2017.

LOYO, E. **Tight money paradox on the loose**: a fiscalist hyperinflation. John F. Kennedy School of Government, Harvard University, 1999. Disponível em: <<http://sims.princeton.edu/yftp/Loyo/LoyoTightLoose.pdf>>. Acesso em: 25 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Neofisherianismo: vai entender. In: VALOR ECONÔMICO. **Cultura & Estilo**. São Paulo, 03 fev. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/cultura/4857030/neofisherianismo-vai-entender>>. Acesso em: 15 out. 2017.

LUCAS, R. E. Jr. Econometric policy evaluation: a critique. In: BRUNNER, K.; MELTZER, A. **The Phillips curve and labor markets**. New York: Elsevier, 1976. p. 19-46. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167223176800036>>. Acesso em: 20 set. 2017.

MENDONÇA, H. F. A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 46-64, jul./set. 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/87-3.PDF>>. Acesso em: 18 set. 2017.

MIGLIOLI, J. **Acumulação de capital e demanda efetiva**. São Paulo: Hucitec, 2004. 319 p.

MODENESI, A. M. **Regimes monetários**: teoria e a experiência do Real. Barueri: Manole, 2005. 438 p.

MODENESI, A. M. Convenções: uma visão sociológica do desenvolvimento econômico. In: MONTEIRO FILHA, D. C.; PRADO, L. C. D.; LASTRES, H. M. M. Estratégia de desenvolvimento, política industrial e inovação: ensaios em memória de Fabio Erber. Rio de Janeiro: BNDES, 2014, p.207-234.

\_\_\_\_\_. Política monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 21, p. 21-30, abr./jun. 2010. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/Economia\\_&\\_Tecnologia\\_Ano\\_06\\_Vol\\_021.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/Economia_&_Tecnologia_Ano_06_Vol_021.pdf)>. Acesso em: 22 out. 2017.

MODENESI, A. M.; ARAÚJO, E. C. Custos e benefícios do controle inflacionário no Brasil (2000-2008): uma análise empírica do mecanismo de transmissão da política monetária com base em um modelo VAR. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 28., 2010, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPEC, 2010.

MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 3, p. 323-343, jul./set. 2004. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/95-1.pdf>>. Acesso em: 22 set. 2017.

MORAES, P.L.B. As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L. et al. **Mercado de capitais e dívida pública**: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 255-259.

NAKANO, Y. Aritmética monetarista desagradável. In: VALOR ECONÔMICO. **Opinião**. São Paulo, 02 fev. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opinioao/4855902/aritmética-monetarista-desagradavel>>. Acesso em: 18 out. 2017.

NAKANO, Y. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. **Revista Conjuntura Econômica**, vol. 59, n. 11, pp. 10-12, nov. 2005. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/28218>> Acesso em: 06 jun. 2017.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/oreiro\\_neves\\_2008\\_fee.pdf](http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/oreiro_neves_2008_fee.pdf)>. Acesso em: 06 set. 2017.

OREIRO, J. L. C. et. al. Uma análise da proposta de déficit nominal zero. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 2, p. 17-20, jul./ago. 2005. Disponível em: <<http://revistas.ufpr.br/ret/article/viewFile/29155/18975>>. Acesso em: 22 out. 2017.

OREIRO, J. L. et al. **Restrições macroeconômicas ao crescimento da economia brasileira**: diagnósticos e algumas proposições de política. Rio de Janeiro: IPEA, 2009. (Texto para discussão, 1431). Disponível em: <[http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2592/1/TD\\_1431.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2592/1/TD_1431.pdf)>. Acesso em: 06 out. 2017.

OREIRO, J. L. C.; PAULA, L. F. Por que a taxa de juros é tão alta? **Valor Econômico**, São Paulo, 05 out. 2010. Opinião, p. 17. Disponível em: <<http://joseluisoreiro.com.br/site/link/05aeab68be9b4700921fee904c961fa188e69ac.pdf>>. Acesso em: 21 out. 2017.

OREIRO, J.L.; PAULA, L.F.; SILVA, G.J.C; “Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha”. **Revista de Economia Política**, v. 24, n.2, pp. 223-237, abr-jun 2004. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/94-5.PDF>> Acesso em: 21 jun. 2017.

OREIRO, J. L. C.; BEZERRA, R. S. Controvérsias recentes sobre a teoria e a prática da política monetária no Brasil. **Revista de Conjuntura**, Brasília, DF, n. 59, p. 14-18, set./dez. 2016 e jan./abr. 2017. Disponível em: <<https://jlcureiro.files.wordpress.com/2017/04/revista-corecon-final.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2017.

PASTORE, A.C. As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária. In: BACHA, E. L. et al. **Mercado de capitais e dívida pública**: tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 261-272.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P. J. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v. 36, n.128, p.19-32, jan./jun. 2015. Disponível em: <<http://www.ipardes.pr.gov.br/ojs/index.php/revistaparanaense/article/view/748/952>>. Acesso em: 28 out. 2017.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S.; SAVASTANO, M. A. **Debt intolerance**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER, working paper, 9908). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9908>>. Acesso em: 16 out. 2017.

RESENDE, A. L. **Juros, moeda e ortodoxia**: teorias monetárias e controvérsias políticas. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017. 192 p.

\_\_\_\_\_. A taxa de juros no Brasil: equívoco ou jabuticaba? In: FRANCO, G. H. B. et al. **Por que os juros são altos no Brasil?** Centro de Liderança Pública, São Paulo, n. 6, p. 11-20, 2011. Disponível em: <<http://www.clp.org.br/Show/Por-que-os-juros-sao-altos-no-Brasil-?LM1iKcl0se1SDdtw6py6wA==>>. Acesso em: 15 out. 2017.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 100, n. 4, p. 1169-1189, Nov. 1985. Disponível em: <<https://academic.oup.com/qje/article-abstract/100/4/1169/1895960?redirectedFrom=fulltext>>. Acesso em: 25 set. 2017.

SARAIVA, P. J.; PAULA, L. F.; MODENESI, A. M. Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 1, p. 1-44, abr. 2017. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v26n1/1982-3533-ecos-26-01-00001.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2017.

SARGENT, T.J.; WALLACE, N. Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule. **Journal of Political Economy**, v. 83, n. 2, p. 241-254, Apr. 1975. Disponível em: <<http://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/260321>>. Acesso em: 21 set. 2017.

\_\_\_\_\_. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Quarterly Review**, Federal Reserve Bank of Minneapolis, p. 1-17, Fall 1981. Disponível em: <<https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>>. Acesso em: 14 set. 2017.

SQUEFF, G. C.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, 2009. p. 319-347.

SENNA, J. J. Taxa de juros e inflação. In: VALOR ECONÔMICO. **Cultura & Estilo**. São Paulo, 10 fev. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/cultura/4864408/taxa-de-juros-e-inflacao>>. Acesso em: 17 out. 2017.

SIMS, C. A. A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. **Economic Theory**, v. 4, n.3, p. 381-399, May 1994. Disponível em: <[https://econpapers.repec.org/article/sprjoecth/v\\_3a4\\_3ay\\_3a1994\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a381-99.htm](https://econpapers.repec.org/article/sprjoecth/v_3a4_3ay_3a1994_3ai_3a3_3ap_3a381-99.htm)>. Acesso em: 10 set. 2017.

SIMS, C. A. Fiscal policy, monetary policy and central bank independence. **Princeton University**, Princeton, p. 1-17, Aug. 2016. Disponível em: <<http://sims.princeton.edu/yftp/JacksonHole16/JHpaper.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2017.

TAYLOR, J. B. A core of practical macroeconomics. **American Economic Review**, v. 87, n. 2, p. 233-235, May 1997. Disponível em: <[http://fac.comtech.depaul.edu/topiela/content/019\\_Core%20of%20Practical%20Economics%20Taylor%201997%20ASAD.pdf](http://fac.comtech.depaul.edu/topiela/content/019_Core%20of%20Practical%20Economics%20Taylor%201997%20ASAD.pdf)>. Acesso em: 13 set. 2017.

\_\_\_\_\_. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 39, p. 195-214, Dec. 1993. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/016722319390009L>>. Acesso em: 17 set. 2017.

WOODFORD, M. Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy. **Economic Theory**, v. 4, n. 3, p. 345-380, May 1994. Disponível em: <[https://econpapers.repec.org/article/sprjoecth/v\\_3a4\\_3ay\\_3a1994\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a345-80.htm](https://econpapers.repec.org/article/sprjoecth/v_3a4_3ay_3a1994_3ai_3a3_3ap_3a345-80.htm)>. Acesso em: 29 set. 2017.

\_\_\_\_\_. Price-level determinacy without control of a monetary aggregate. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 43, p. 1-46, Dec. 1995. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5204>>. Acesso em: 27 set. 2017.