

Universidade de Brasília – UnB  
Departamento de Economia

Neutralidade da moeda: um debate vivo no plano real

Fernando Fellows Dourado

Brasília  
Dezembro de 2015

## Fernando Fellows Dourado

### Neutralidade da moeda: um debate vivo no plano real

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade de Brasília, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, *campus* Darcy Ribeiro.

Banca examinadora:

Professora Maria de Lourdes Rollemberg Mollo (Orientadora)

Professora Adriana Moreira Amado

Brasília

Dezembro de 2015

## RESUMO

Este trabalho teve como objetivo reunir trabalhos e dados que demonstrem que o debate entre a neutralidade e a não neutralidade da moeda é um tema vivo e que pode trazer sérias repercussões para as políticas econômicas contemporâneas. A ortodoxia é caracterizada por postular a neutralidade da moeda ao aceitar a Teoria Quantitativa da moeda (TQM) e a Lei de Say, observando que os impactos de ajustes monetários sobre a economia real são, caso existam, restritas ao curto prazo. A concepção da política monetária do Plano Real, que é constituída por âncora cambial, âncora monetária e, após 1999, pelo Regime de Metas de Inflação, Banco Central independente e câmbio flutuante possui, dentro de sua base teórica, a neutralidade da moeda como pressuposto, de tal forma que a política monetária está restrita a considerar somente seus efeitos sobre a variável meta: a inflação. Como para a heterodoxia a moeda não é neutra, ou seja, há um rompimento com a TQM e Lei de Say, espera-se que as políticas monetárias adotadas dentro do Plano Real gerem um efeito sobre outras variáveis, que não somente monetárias. Para isso, foi identificado o impacto das variáveis câmbio e juros ao longo dos 21 anos do plano. As variáveis como estrutura do mercado de trabalho, perfil de investimento e exportação, participação da indústria nacional no produto brasileiro, impactos de crescimento do produto potencial e deterioração dos termos de troca mostraram uma relação viva com as políticas monetárias adotadas pelo governo nas últimas duas décadas.

Palavras-chave: neutralidade da moeda, ortodoxia e heterodoxia, Plano Real, Juros, Câmbio.

## ABSTRACT

This study aimed to gather papers and data showing that the debate between neutrality and non-neutrality of money is an ongoing subject that can promote serious repercussions for contemporary economic policies. Orthodoxy is characterized by postulating money neutrality by the acceptance of the Quantitative Theory of Money (QTM) and Say's Law, noting that the impact of monetary policies in the real economy are, if existent, restricted to the short term. The design of the monetary policy of the Plano Real, which consists of fixed exchange rate, monetary anchor and, after 1999, by the Inflation Targeting, independent central banks and a floating exchange rate, has within its theoretical basis, the neutrality of money in such a way that the monetary policy is restricted to only consider its effects on the inflation rate. As for heterodoxy the money is not neutral, i.e. there is a rupture with QTM and Say's Law, it is expected that the monetary policies adopted within the Plano Real would generate an effect on other variables than monetary ones. By this mean, the impact of the exchange and interest rates over the 21 years of the plan was identified. The variables such as the structure of labor market, investment and export profile, national industry participation in the Brazilian product growth, impacts on the potential output and deterioration of the terms of trade showed a lively relationship with the monetary policies adopted by the government in the last two decades.

Keywords: money neutrality, orthodoxy and heterodoxy, Plano Real, interest rate, exchange rate.

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	1
2 JUROS, CÂMBIO E INFLAÇÃO: DEFININDO AS ESCOLAS .....	3
2.1 A moeda importa ou não? O que é ortodoxia e heterodoxia .....	3
2.2 Sobre o câmbio .....	5
2.2.1 Moeda Neutra no Curto Prazo e a Paridade Fixa Imutável.....	5
2.2.2 Moeda Neutra no Longo Prazo e a Flutuação Pura.....	7
2.2.3 Moeda Não Neutra e o Câmbio Administrado.....	9
2.3 Dos Juros .....	11
2.3.1 A Ortodoxia, os Juros Reais e a Importância da Estabilidade de Preços.....	11
2.3.2 A Heterodoxia, os Juros Monetários e a importância dos Investimentos.....	13
3 A PREDOMINANCIA ORTODOXA E O PLANO REAL .....	16
3.1 Superação da Hiperinflação, a Moeda como Neutra e o Plano Real.....	16
3.1.1 Antecedentes do Plano Real.....	16
3.1.2 Primeira fase do Plano Real: as âncoras.....	17
3.2 Regra de Política Monetária, Trindade Impossível e o Tripé Macroeconômico.....	22
3.2.1 O Segundo Governo de Fernando Henrique Cardoso.....	22
3.3 A Manutenção do Tripé.....	28
3.3.1 Primeiro e Segundo Governo Lula.....	28
3.3.2 Primeiro Governo Dilma.....	30
4 A NÃO NEUTRALIDADE COMO PRESSUPOSTO E AS CRÍTICAS À POLÍTICA ORTODOXA.....	35
4.1 Ancorando a Economia .....	33
4.1.1 O Sistema Produtivo no Longo Prazo .....	33
4.1.2 O tropeço do Investimento e o Emprego.....	36
4.1.3 O Desempenho da Balança Comercial e a Necessidade da Mudança de Política.....	38

4.2 Metas de Inflação e Banco Central Independente.....	40
4.2.1 Metas de Inflação, Regra de Taylor e neutralidade da moeda.....	41
4.2.2 A independência do Banco Central reduz a inflação?.....	44
4.3 A Hipótese de Prebisch-Singer e o Patamar Cambial.....	49
4.3.1 A Deterioração dos Termos de Troca.....	49
4.3.2 O Efeito China, a reprimarização da pauta exportadora e o nível de câmbio.....	52
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	59
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	60

# 1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é reintroduzir o debate sobre neutralidade e não neutralidade da moeda sobre as políticas cambial e monetária do Plano Real. Mais especificamente, tratará primeiramente de definir quais são os argumentos que induzem à noção de neutralidade, ou não neutralidade da moeda, e seus efeitos sobre as origens e prescrições acerca do câmbio e dos juros.

Mollo, Silva e Torrance (2001), defendem que a proposição de um tipo de regime cambial está associada a diferentes concepções de moeda e da percepção acerca da auto regulação do mercado, mais especificamente, com a aceitação (ou negação) das propostas da Lei de Say e da Teoria Quantitativa da Moeda. O presente trabalho chama atenção, porém, que além para a determinação do regime cambial, a política monetária também está associada com o entendimento acerca desses fatores.

Quando um tipo de regime é escolhido, são criadas expectativas acerca do seu desempenho e, como é entendido neste trabalho, está intimamente ligado ao impacto esperado da moeda sobre as variáveis objetivo. Se se define como objetivo da política monetária o crescimento econômico, combinando uma taxa de juros real favorável aos investimentos e uma taxa de câmbio favorável às exportações, supõe-se que a moeda possui um impacto duradouro na economia real e, portanto, a moeda não é neutra.

As escolas que observam a moeda como neutra no curto e longo prazos e somente neutra no longo prazo são denominadas ortodoxas (MOLLO, SILVA e TORRANCE, 2001), por considerar que (em última instância, no longo prazo) não há efeitos da política monetária sobre a economia real (produto, emprego, etc.) e essa só é afetada por fatores reais, o objetivo central daquela se concentra somente em manter estável e baixo o crescimento do nível geral de preços (ARESTIS e SAWYER, 2005).

Não obstante, o primeiro grupo defendia uma taxa de câmbio fixa, de modo a retirar a autonomia da política monetária do Banco Central, de forma a não gerar perturbações na economia (MCKINNON, 1988). Enquanto o segundo defende o câmbio flexível, que acomode as oscilações econômicas de curto prazo, causadas,

geralmente, por algum tipo de falha de mercado, dando uma margem de atuação para a política monetária do Banco Central, cujo objetivo último é, também, a estabilidade macroeconômica (HARVEY, 1996).

O terceiro grupo, heterodoxo, também definido no segundo capítulo, é o único entre os três que argumenta que a moeda terá um impacto permanente sobre a economia. De tal forma, é prescrito que a política cambial e monetária deverá conter um ativismo por parte do governo para que, na tentativa de se manter a estabilidade do nível geral de preços, não se penalize demasiadamente o crescimento, produto e emprego. Para tanto, supõe-se que o uso da taxa de câmbio administrada e uma taxa de juros atrativa para o investimento seja virtuoso, graças a seus efeitos sobre as variáveis reais (MOLLO e SAAD-FILHO, 2001).

A âncora cambial, adotada em 1994, como primeira fase do Plano Real, se enquadra, segundo os parâmetros esclarecidos no capítulo dois, dentro do arcabouço teórico de moeda neutra no curto prazo. Ao fixar o câmbio, como propõe esta escola, a política monetária do Banco Central perdeu sua autonomia, respondendo somente ao mercado de forma a se manter o nível cambial.

A partir de 1999, houve uma mudança regimentar do Plano Real. A visão de moeda neutra no curto prazo foi substituída para a moeda neutra no longo prazo, de tal forma que se adotou o regime de câmbio flutuante, dando maior autonomia ao Banco Central de estabelecer uma política monetária de controle inflacionário, que foi o Regime de Metas de Inflação (RMI).

Em toda abordagem teórica do Plano Real, em qualquer das suas fases, predomina-se uma visão ortodoxa da moeda, o que torna seus efeitos discutíveis do ponto de vista heterodoxo. O objetivo principal desse trabalho é expor dados e argumentos que fortaleçam a crítica heterodoxa à pouca importância dada pelo Plano Real, na tentativa de controle inflacionário, aos seus efeitos econômicos reais. Dando corpo ao debate de neutralidade e não neutralidade que permeia a implementação e o colhimento de resultados de mais de duas décadas de Plano Real.

Para isso, na segunda seção, após a introdução, são separadas e definidas as escolas ortodoxas e heterodoxas, suas justificativas para a escolha e formação do regime cambial. Também nessa seção, são diferenciadas as justificativas para o uso

da política monetária e formação da taxa de juros. Em segundo lugar, na seção 3, são demonstradas as justificativas e o arcabouço teórico utilizado em todas as etapas do Plano Real, aliando-os ao pensamento ortodoxo. Na quarta seção, é apresentada a crítica heterodoxa e os efeitos desta política sobre as variáveis reais, demonstrando uma tendência não neutra da moeda no caso brasileiro, em que se busca mostrar que este regime, no caso brasileiro, pode ser contraproducente, seguido das considerações finais.

## **2 JUROS, CÂMBIO E INFLAÇÃO: DEFININDO AS ESCOLAS**

Neste capítulo, será feita a diferenciação entre as escolas do pensamento econômico quanto ao seu entendimento sobre o papel da moeda e sobre seus efeitos, a fim de, nos capítulos seguintes, utilizar essa abordagem para identificar quais as visões predominantes durante a elaboração e manutenção das fases do Plano Real. A organização histórica dos pensamentos acerca das variáveis de interesse baseia-se nas obras de Mollo, Silva e Torrance (2001), Mollo (2004), Blanchard (1999), Harvey (1991 e 1996), Levy-Yeyati, Sturzenegger e Reggion (2010), Keynes (1937), tendo estes textos, como principais fontes de base teórica.

### **2.1 A MOEDA IMPORTA OU NÃO? O QUE É ORTODOXIA E HETERODOXIA**

De modo geral, se afirma que os regimes de câmbio e dos juros possuem um respaldo em diferentes correntes teóricas do pensamento econômico. Este capítulo chama atenção para o fato de que a escolha dos regimes monetários depende das diferentes concepções de moeda e das opiniões sobre o papel do mercado como regulador econômico. O desempenho esperado dos regimes está altamente associado aos pressupostos de neutralidade ou não neutralidade da moeda sobre as variáveis da economia real (como renda, emprego, produto), eficácia ou não do mercado como regulador econômico e exogeneidade ou endogeneidade da moeda.

De forma a conduzir o estudo didaticamente, as diferentes teorias acerca do papel da moeda serão divididas em dois grandes grupos. O primeiro grupo será por mim denominado “Ortodoxo”, conforme Mollo (2004), cuja moeda é compreendida como neutra no longo prazo, ou também logo no curto prazo, e o segundo grupo será denominado “Heterodoxo”, que descarta o caráter neutro da moeda.

Primeiramente distinguirei as teorias que percebem a moeda como neutra em ambos, longo e curto prazo. Os pressupostos de moeda neutra no curto prazo implicam a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e da Lei de Say. Quando a moeda é entendida como neutra somente no longo prazo, há um consentimento de que os efeitos na economia real no curto prazo somente são possíveis graças a alguma falha de mercado, como informação imperfeita, alguma rigidez de preços ou ilusões monetárias. Entretanto, no longo prazo, as regras da TQM continuam válidas, retornando à neutralidade dos impactos da moeda. Finalmente, a corrente heterodoxa advoga influência da moeda nas variáveis reais, mais especificamente em investimento, emprego e renda, rejeitando a TQM no curto e longo prazos.

Para essas três conclusões distintas acerca da neutralidade da moeda, segundo Mollo, Silva e Torrance (2001), há uma correspondência relativamente à capacidade reguladora do mercado, porque a ideia de neutralidade da moeda implica aceitar a Lei de Say de equilíbrio de mercado, enquanto a não neutralidade impede as condições para a Lei de Say ser aceita.

A capacidade auto reguladora do mercado é embasada no princípio de que o processo de geração de produtos dentro da economia cria ao mesmo tempo as rendas que permitirão a demanda levando à aceitação Lei de Say. “Assim, o resultado da Lei de Say é um resultado harmônico de equilíbrio de mercados em geral” (Mollo, 2004, p. 324). Esse princípio é aceito dentro da lógica de que não há vazamento líquido dessa economia e que o mercado monetário está sempre em equilíbrio, pois “as pessoas fornecem bens apenas para (imediatamente ou pouco após) usarem o dinheiro recebido na procura de outros bens” (BLAUG, 1989, p. 212). Deste modo, o dinheiro não possui outro uso senão o de ser um intermediário entre trocas de bens e será totalmente exaurido para a finalidade geral da economia, a demanda de bens e serviços.

Na base desses argumentos está a ideia de haver ou não razões para entesourar moeda. Quando o entesouramento é visto como irracional, a moeda é vista como exógena e neutra, não afetando, por exemplo, o fluxo circular de rendas que ilustra a Lei de Say, aceita pela ortodoxia juntamente com a TQM, conforme Mollo (2004). Ao contrário, se se conceber razões para o entesouramento, a moeda passa a ser endógena, não neutra, já que o entesouramento é um vazamento líquido que quebra o fluxo circular de rendas e rompe a Lei de Say.

## 2.2 Sobre o câmbio

### 2.2.1 Moeda Neutra no Curto Prazo e a Paridade Fixa Imutável.

Os teóricos que observam a moeda como neutra no curto prazo, entendem que as condições de equilíbrio do desenvolvimento são determinadas somente por fatores reais, como tecnologias e preferências. O grande mecanismo que regula o mercado e aloca eficientemente os fatores é o preço relativo, e o único impacto da quantidade de moeda, que é controlada pela autoridade monetária, deve ser afetar os níveis de preço. Dessa forma, o mercado possui informação mais completa, oriunda da dinâmica dos preços relativos, do que os governos sobre a alocação de recursos, e este último seria o culpado por um possível desequilíbrio monetário, como inflação, por aumentar o volume monetário e impedir a estabilidade de preços, por exemplo.

Por assim dizer, os preços deveriam, logo, variar livremente, tendo em vista que a mudança dos preços relativos é resultado das preferências dos consumidores, alterações da demanda, por exemplo, ou novas tecnologias inseridas na produção, reduzindo o custo de um bem em relação ao outro. O movimento da taxa de câmbio, que é um preço relativo entre moedas nacionais, deveria, portanto, oscilar sem a interferência de um agente exógeno à economia (o governo).

Entretanto, McKinnon (1988, p. 95), também inserido dentro deste grupo, advoga que regimes de câmbio deveriam ser fixos, pois, no momento em que se fixa a variável câmbio, se neutraliza a ação discricionária do governo, já que, o Banco Central só poderá atuar na via monetária como resposta a fatores externos, para garantir a conversibilidade da moeda naquele patamar fixado, formando uma regra de atuação à política monetária do BC. Como a oferta monetária se torna independente

do Banco Central e este é o único responsável pela inflação, essa visão torna-se condizente com uma maior estabilidade do nível geral de preços, tendo em vista a não discricionariedade do BC.

Essas conclusões decorrem da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), segundo a qual, na equação de trocas  $MV = PY$ , " $V$ ", que representa a velocidade de circulação da moeda, é estável ou imutável (já que o entesouramento é irracional), sendo ela exógena ou controlável pelo Banco Central e " $Y$ ", representando o Produto, é supostamente constante, pois pode ser afetado por " $M$ ", que é a Base Monetária. Dados esses supostos, a TQM conclui que o aumento de  $M$  leva a um aumento proporcional de  $P$ , que é o nível geral de preços, sendo a Autoridade Monetária responsável pela inflação.

Para explicar, resumidamente, o efeito de uma moeda neutra no curto prazo na economia, basta imaginar uma depreciação da moeda nacional. Momentaneamente a balança comercial melhora e entra mais capital estrangeiro no país, mas logo, a renda interna e a demanda agregada aumentariam, de forma a encarecer os produtos domésticos acabando com o inicial ganho de competitividade, uma vez que os produtos nacionais estariam mais caros, até entrarem em equilíbrio com os preços internacionais. A taxa de câmbio, deveria, portanto, ser sempre equivalente aos preços relativos internos e internacionais. Ou seja, tomando  $P$  como preços domésticos e  $P^*$  como preços internacionais, a taxa de câmbio seria:  $\hat{E} = \hat{P} - \hat{P}^*$ , fazendo valer a paridade do poder de compra entre economias.

A escolha do regime de câmbio fixo, para McKinnon, foi construído dentro do conceito da *Optimal Currency Area* (OCA) (LEVY-YEYATI, STURZENEGGER e REGGIO, 2010; MUNDELL, 1961). A OCA seria uma adoção de uma mesma moeda, ou mesmo regime monetário, entre diversos países distribuídos geograficamente. Dessa forma, de modo agregado, haveria uma garantia de conversibilidade da moeda nacional em um regime de câmbio fixo. A adoção de uma moeda única, ainda, restringe mais a autoridade monetária, pois retira da mesma a autonomia de agir discricionariamente.

Esse debate tem uma origem antiga, na Inglaterra do século XIX, em que os *bullionistas*, encabeçados por Thornton, Ricardo, Horner e Malthus, viam a depreciação relativa da libra em relação à barra de ouro como consequência da

expansão monetária do Banco da Inglaterra e dos volumosos créditos em virtude da guerra contra a França. Portanto, a única maneira para restaurar a estabilidade monetária, seria impor ao banco uma “restrição de resgatar suas notas em ouro, ou seja, um retorno à conversibilidade e ao vínculo entre notas bancárias e metais preciosos” (CARVALHO, 2007, p. 75). Essa medida atribuía uma regra à política monetária, cuja discricionariedade bloqueada não perturbaria os preços vigentes na economia, provocando inflação.

O desenvolvimento desse argumento está intimamente relacionado, quando abandonadas as políticas que controlam o nível da Base Monetária<sup>1</sup>, com a prescrição de Banco Central independente. Uma vez que o governo não interfere nos objetivos do Banco Central (tentando obter crescimento a partir de ampliação monetária), o BC poderia somente agir de forma a controlar a variável sob sua influência, a inflação. Esse pressuposto possui efeito não só no nível cambial, como também na política de juros, ou qualquer política monetária levada a cabo pelo Banco Central independente, como será minuciosamente explorado no quarto capítulo.

### 2.2.2 Moeda Neutra no Longo Prazo e a Flutuação Pura

O grupo teórico que pressupõe um efeito da moeda na economia real no curto prazo, creditam tal efeito às chamadas “falhas de mercado”. A moeda, portanto, apresentaria um efeito sobre renda e produto no curto prazo pela existência de viscosidade dos preços, assimetria de informações, as chamadas “Ilhas de Lucas”, e outros tipos de anomalias no mercado. Entretanto, esse efeito seria neutralizado ao decorrer do tempo, de forma que o efeito da moeda seria neutralizado e, no longo prazo, a moeda continua sendo neutra. Dessa forma, esses teóricos também assumem que o mecanismo de preços é o mais eficiente alocador de recursos na economia, apesar das imperfeições de curto prazo. Em resumo, sua relação com a neutralidade é explicada por Blanchard (1999):

---

<sup>1</sup> A política de Base Monetária, que tinha a TQM como base teórica, foi substituída após o Novo Consenso Macroeconômico, por haver sido reportado uma imprevisibilidade sobre a velocidade de circulação da moeda, que comprometia o resultado de tal política monetária (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012).

No curto prazo, o aumento da taxa de expansão monetária nominal produz um acréscimo de estoque real de moeda: o nível de preços aumenta, mas menos do que a expansão nominal da moeda. A expansão monetária faz com que diminuam as taxas de juros reais e nominais e com que aumente o nível do produto. No longo prazo, maior expansão monetária nominal não afeta nem o desemprego nem o produto, mas se traduz em aumento proporcional da inflação (Blanchard, 1999, p. 355).

A adoção do Regime de Câmbio flutuante permitiria que as oscilações cambiais compensassem a rigidez de preços dos mercados internos, e as políticas monetárias poderiam ter algum impacto no curto prazo sem afetar o equilíbrio interno, que será determinado, a longo prazo, pela flutuação dos preços relativos. Friedman (1953) ainda argumenta que a combinação de regimes cambiais de flutuação livre a nível mundial, levaria a uma estabilidade ainda maior, tendo em vista que as taxas tenderiam a se aproximar de seu nível “normal”, levando a balança a certo equilíbrio, pois o mercado é eficiente quando os preços refletem toda a informação disponível (HARVEY, 1996; MOLLO, SILVA e TORRANCE, 2001).

Dentro dessa concepção, há a ideia de que, no longo prazo, a taxa de câmbio será determinada pela Paridade de Poder de Compra (PPC), levando ao mesmo resultado, embora em períodos distintos, do pressuposto de moeda neutra no curto prazo. A PPC determina a relação entre as moedas locais que permite comprar a mesma quantidade de determinada cesta de bens e serviços. Dessa forma, a única possibilidade do câmbio se alterar da sua tendência de equilíbrio de longo prazo, é havendo uma mudança de tecnologias, produtividade, preferências de consumo entre outras variáveis reais dentro do país, de forma a alterar os custos de vida nele relativamente aos outros países, e, assim, os preços relativos entre eles, apesar de que “a história não nos mostra que a taxa de câmbio reflète tipicamente a paridade do poder de compra” (HARVEY, 1996, p. 450).

Esse grupo não deseja o total travamento da política monetária, porque vê um papel para o Estado no curto prazo, mas quer que se respeite a posição de equilíbrio do longo prazo. Ou seja, demanda um “ativismo na política macro, e um *laissez-faire* no lado micro (Krugman, 1991, p. 24). Dessa forma, haveria a garantia de uma estabilização macroeconômica, suportando uma alocação eficiente do mercado.

A flutuação cambial daria autonomia para o BC em suas políticas monetárias, ao mesmo tempo que assegura condições ao mercado para determinar os preços relativos, tendo em vista que estes são os grandes mecanismos de alocação eficiente de recursos a longo prazo. Ainda mais, o câmbio livre adequaria as diferentes taxas de inflação dos países, assim como permitiria ajustes na Balança de Pagamentos (BP), dando ou retirando incentivos temporários para importar/exportar e equilibrar a BP.

### 2.2.3 Moeda Não Neutra e o Câmbio Administrado

O terceiro grupo possui uma visão diametralmente oposta acerca da influência da moeda e as variáveis reais. Ao contrário dos dois anteriores, os heterodoxos supõem que a moeda possui um efeito permanente sobre a economia, renda, produto e emprego. Desta forma, o dinheiro nunca é neutro, tanto no curto prazo, quanto no longo. Isso leva a uma negação da Lei de Say e da validade da Teoria Quantitativa da Moeda. Essa negação é feita sob a alegação de que as pessoas fazem suas decisões em um ambiente de incerteza, propiciando um entesouramento da moeda, algo irracional dentro da ortodoxia, e há um impacto das escolhas do curto prazo nas tendências do longo prazo. Por exemplo, se hoje é tomada uma decisão de se investir, no período subsequente já houve um aumento da capacidade produtiva, do emprego e da renda, o que afetará permanentemente o sistema.

Esses teóricos também rejeitam que o mercado é o melhor alocador de recursos, justamente pelo fato de que as incertezas geram entesouramento da moeda, por ser ela o ativo mais líquido e, portanto, o mais seguro, criando vazamentos líquidos do sistema de rendas que garantiriam a Lei de Say e a TQM.

Por esse motivo, não há um consenso de que o mercado geraria equilíbrio desejado para a taxa de câmbio, pois possui contradições internas que o comprometem. Como prova disso, após o colapso de Bretton Woods em 1973:

Nem as previsões mais pessimistas pré-1973 sobre o comportamento das taxas de câmbio flutuantes puderam prever o alto nível de volatilidade que ocorreu na prática. Além disso, seus movimentos

foram largamente imprevisíveis e muito mais variáveis do que os preços domésticos. (Harvey, 1991, p. 464-465).

Esse comportamento pode ser observado pelo gráfico abaixo:

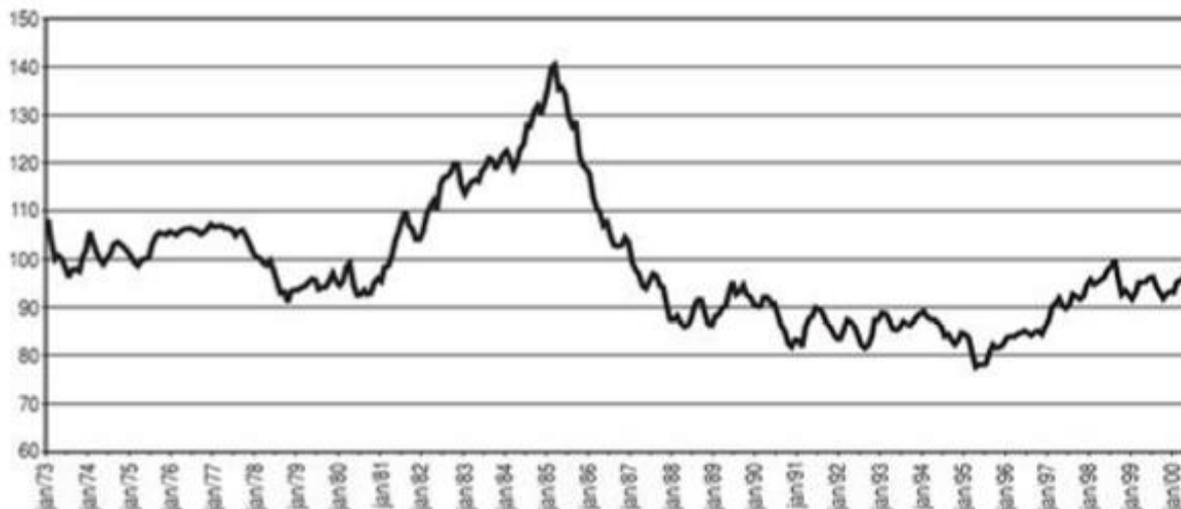


Figura 1: Índice da Taxa de Câmbio Efetiva do Dólar. Principais moedas, 1973-2000 (Fonte: Federal Reserve Board, em CARVALHO, 2007)

A flutuação é advinda, não dos mecanismos de mercado fundamentais, pois como Schulmeister (1987) advoga, o câmbio estrangeiro se emancipou em larga escala das forças diretas implicadas pela lógica do mercado, pois o volume diário do capital estrangeiro é superior às trocas comerciais e ao Investimento Estrangeiro Direto (IED), evidenciando um caráter especulativo forte, que pode ser influenciado pelas taxas de juros domésticas e estrangeiras (que será abordado nos capítulos seguintes) (SCHULMEISTER, 1987 e OLIVEIRA e PLAGA, 2011).

Segundo Harvey (1996), as escolas ortodoxas falharam em determinar os mecanismos que regem o mercado, pois o crescimento desproporcional do mercado financeiro em relação à economia real afastou as oscilações do câmbio das variáveis propostas por eles, como rigidez de preços e preferência dos governos. Uma teoria mais revolucionária, segundo Harvey, é que os regimes de câmbio não são governados por forças fundamentais, ou pelo menos não totalmente. Deixando a previsão de que as movimentações cambiais não podem ser previstas por nenhum modelo econômico, nem pelo mais matematicamente complexo.

Essa flutuação é prejudicial na análise heterodoxa, pois ao adicionar volatilidade à taxa de câmbio, aumentam as incertezas acerca de seu nível e,

conforme observado, é a incerteza a causa principal do entesouramento e, portanto, da quebra dos mecanismos de preços relativos do mercado. O regime de câmbio associado a esse grupo é o administrado (fixo, porém ajustável), para ser utilizado como uma política monetária ativa. Essa administração pode ser utilizada para garantir emprego ou reduzir custos sociais das flutuações econômicas, de forma a garantir um patamar mais crível e estável, diminuindo as incertezas sobre o nível do câmbio.

Como mencionado, os heterodoxos não defendem um câmbio fixo e rígido, pois este atrela a política monetária do Banco Central a alguma regra de atuação, para garantir aquele patamar de câmbio estabelecido. Além disso, não administra o câmbio, e deixa-o relativamente apreciado ou fixa-o em um patamar apreciado, pois levaria ao efeito de desconstrução das exportações e aumento do volume de importações, dadas as condições de *Marshall-Lerner*, que segundo essa corrente teórica, deixa impactos permanentes nessa economia, pela não neutralidade da moeda (MOLLO e SAAD-FILHO, 2001).

## 2.3 Dos juros

### 2.3.1 A Ortodoxia, os Juros Reais e a Importância da Estabilidade de Preços

As escolas consideradas ortodoxas são as que, anteriormente, foram inseridas dentro do conceito de moeda neutra no curto prazo e moeda neutra no longo prazo. Tendo a neutralidade da moeda como grande fio condutor que os diferenciará da escola heterodoxa.

Para esta escola, a taxa de juros é a taxa real, i.e., uma taxa de juros formada por variáveis reais, sendo estas variáveis as preferências intertemporais de consumo e tecnologia que estão por trás da formação dos fundos de empréstimo e da demanda por investimento. Essa passagem da poupança para o investimento, dentro do arcabouço teórico ortodoxo, é uma transferência de renda de quem poupou para quem investiu (BLANCHARD, 1999 e KREGEL, 1988).

Analisando o lado da oferta, temos os motivos de poupar. Os agentes possuem uma decisão para tomar com sua renda: consumir ou poupar, e os bancos são

“intermediários financeiros” (BLANCHARD, 1999, p. 86), pois recebem recursos de poupadores e investidores. Essa decisão de poupar ou consumir é tomada dependendo da avaliação, pelo proprietário da renda, de quanto vale a utilidade de esperar para consumir depois, se o ganho com juros compensaria essa espera ele poupa, caso contrário, ele consome, essa função é dada ao agente pelo seu fator de desconto intertemporal (paciência para consumir). A equação que demonstra essa relação pode ser definida nessa adaptação do modelo de Fisher (1930):

$$C_1 + \frac{C_2}{1+r} = Y_1 + \frac{Y_2}{1+r}$$

Em que:

$C_1$ : consumo no período 1

$C_2$ : consumo no período 2

$Y_1$ : renda no período 1

$Y_2$ : renda no período 2

$r$ : taxa de juros

Dessa forma, a formação da poupança é uma escolha do agente para receber a taxa de juros ante consumir, determinada no mercado de crédito. Há uma relação positiva e direta entre taxa de juros e oferta de poupança.

Pelo lado da demanda, na decisão de obter crédito, as firmas se deparam com uma comparação entre os custos do empréstimo, sob a forma da taxa de juros ( $r$ ) e pelo retorno do investimento, sob a forma da Produtividade Marginal do Capital ( $PMgK$ ), que é visto como perfeitamente calculável, dada uma função de produção. Tendo em vista que estamos observando o curto prazo, onde existem alguns fatores de produção fixos (por definição), a  $PMgK$  é decrescente. Explicando nas palavras de Varian (2006):

No Curto Prazo, haverá alguns fatores de produção fixos, em níveis determinados [...] Portanto, esperar-se-ia normalmente que o produto marginal de um fator diminuísse à medida que se utilizasse mais e mais desse fator. Isso é chamado de lei do produto marginal decrescente. (VARIAN, 2006, p. 353-354).

Logo, as firmas obterão empréstimos até o momento em que a  $PMgK$  se iguale à taxa de juros ( $r$ ). A demanda, portanto, é condicionada pelo decrescimento da produtividade do investimento.

Concluindo, a taxa de juros é formada entre o equilíbrio entre a oferta de poupança e a demanda por investimento, sendo, a moeda, algo não importante, somente um facilitador dessa transferência de renda, não afetando a determinação dos juros.

Como para essa escola, a decisão de investimento é tão somente uma transferência de renda entre investidores e poupadores, que será contrabalanceada futuramente, ou seja, não é prescrito o papel do Banco Central atuante sobre essa variável, como reduzir a taxa de juros para permitir investimentos com menor *PMgK*.

Ao contrário, como observa essa escola, o mercado tende a se regular com base nos preços relativos, e, como tal, demanda do Banco Central somente que este estabilize o nível de preço para que haja uma alocação eficiente dentro desta economia. Uma forma de se haver uma perturbação é o processo inflacionário, que interfere de forma negativa a economia. Portanto, uma elevação das taxas de juros, como defendem os novos keynesianos e novos clássicos, como será demonstrado nos próximos capítulos, pode reduzir essa elevação do nível geral de preços.

Logo, a utilização política monetária cabível para o que se pôde denominar “Novo Consenso de Política Monetária” é que:

No longo prazo, a taxa de inflação é a única variável macroeconômica que a política monetária pode afetar. Políticas monetárias não podem afetar a atividade econômica no longo prazo, como por exemplo a renda, o emprego, entre outros, no longo prazo. A realização do objetivo de longo prazo de estabilidade de preços deve ocorrer a um custo mínimo em termos de o hiato do produto (diferença do produto efetivo e o produto potencial) e os desvios da inflação em relação à meta (ARESTIS e SAWYER, 2005, p.10).

A taxa de juros seria, portanto, o instrumento para assegurar um controle da taxa de inflação que, segundo a ortodoxia, seria a única variável afetável no longo prazo (TAYLOR, 1993; BAGHESTANI e MARCHON, 2012; BASU, 2012).

### 2.3.2 A Heterodoxia, os Juros Monetários e a importância dos Investimentos

A teoria abordada dentro do grande grupo heterodoxo, dentro desta seção, será a escola pós-keynesiana, que apresenta uma grande influência da “Teoria Geral” de Keynes. Primeiramente será feita a distinção das principais contradições entre estes e os ortodoxos, especialmente na área monetária e as consequências da moeda sobre a economia, para então, falar sobre o que influencia a taxa de juros e os seus efeitos.

A heterodoxia se vê bastante preocupada com a garantia do emprego e do investimento, este primeiro pelo seu efeito social, quando aumentado, e o segundo, pela sua capacidade de se fazer crescer de forma mais que proporcional a economia. Havia em Keynes uma percepção de que os investimentos eram particularmente importantes porque traziam impactos multiplicados sobre emprego e a produção (HUNT, 1986). Esse impacto se mostrará como legado virtuoso para os próximos períodos de tempo, algo que é totalmente negado pela ortodoxia, pois fere os princípios básicos da TQM, onde os impulsos monetários não deveriam ter um impacto permanente na economia real.

A economia é uma Economia Monetária de Produção, onde a moeda é o ponto de referência comum para os agentes que operam de forma descentralizada em que todo o mercado é permeado por um desconhecimento acerca do que se sucederá na economia (MOLLO, 1988). Esse desconhecimento advém do futuro desconhecido e do fato de que as pessoas não estão tomando decisões conjuntamente e não se sabe qual será o resultado das decisões tomadas. Esse desconhecimento leva à incerteza dos agentes na economia e essa incerteza põe um risco em esperar os ganhos que se poderia ter com algum investimento de maior prazo, pois se teme o que poderia acontecer futuramente, logo não se sabe ao certo quanto será seu retorno no futuro.

Esse retorno futuro, dentro deste arcabouço teórico, é conhecido como Eficiência Marginal do Capital ( $EfMgK$ ), que muito se difere da  $PMgK$  ortodoxa, que supõe microfundamentos perfeitamente calculáveis. Portanto, quanto maior a incerteza acerca do futuro, menores são as expectativas acerca do retorno do seu investimento, logo, menor  $EfMgK$  (KEYNES, 1937).

De forma a não se exporem às incertezas, os agentes buscariam um mecanismo de proteção, a fim de manter a menor perda possível em eventuais

necessidades. Dessa forma, o que lhes garante segurança é um ativo cuja liquidez lhe permitisse uma troca em qualquer tempo sem perda de capital. O ativo que apresenta o maior grau de liquidez nessa economia é a moeda, logo, sob eventuais incertezas, haverá um crescimento da demanda por moeda, denominado de Preferência pela Liquidez. Dessa forma, quando as perspectivas futuras acerca de economia não são positivas, os agentes começam a demandar e entesourar moeda, causando um vazamento líquido do sistema econômico, contrariando a Lei de Say (MOLLO, 2004).

Levando essa concepção para a formação das taxas de juros, a escola heterodoxa retira dos fatores reais, como oferta de fundos de crédito e demanda para investimento, a determinação da taxa de juros na economia. Segundo eles, os juros determinados não eram os reais, determinados pelo equilíbrio de fatores reais, mas o monetário, determinado pela demanda e oferta da moeda. Pois na definição keynesiana dos juros, não há preocupação com o fluxo de poupança, pois quando feito o investimento, serão geradas as rendas que farão a poupança formadora dos fundos de financiamento surgir necessariamente (WRAY, 1992, p. 80).

Os bancos comerciais não necessitam de poupança prévia para ofertar crédito, devido a inovações financeiras, ao multiplicador bancário entre outros fatores. Como todos os agentes, os bancos comerciais também possuem preferência pela liquidez, logo, sua demanda de moeda também se comporta de acordo com as incertezas na economia. Ou seja, os juros cobrados pelos bancos comerciais apresentam uma relação positiva com a preferência pela liquidez, quando maior a incerteza, mais os bancos cobram em forma de juros para abrir mão da moeda (VERA, 2004).

Ao mesmo tempo, a preferência pela liquidez do público forma a demanda de moeda e varia diretamente com a percepção pelos agentes do ambiente de incerteza, interferindo na sua disponibilidade de pagar mais ou menos juros, quando contrastado com a Eficiência Marginal do Capital.

Concluindo, a determinação da taxa de juros monetária nessa economia é dada pela oferta de moeda dos bancos comerciais e a demanda de moeda do público em geral, extremamente discrepante com a concepção ortodoxa.

Conforme dito, o nível da taxa de juros impacta a intenção de investir, de tal modo que se gera uma relação entre a  $EfMgK$  e a taxa de juros  $i$ , tal que:

Se,  $EfMgK > i$ , há uma intenção de investir, e;

Se  $EfMgK < i$ , não há intenção de investir.

Caso a incerteza dentro desta economia esteja elevada, as expectativas acerca da  $EfMgK$  caem, e a disposição a cobrar e a pagar “ $i$ ” maior sobe. Desta forma, as incertezas e a elevação dos juros deprimem o investimento que, como dito, é uma variável de primordial importância da economia.

Portanto, para essa escola, um Banco Central que eleve as taxas de juros para controle da inflação, deprimirá os investimentos levando a um baixo crescimento (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012; FERRARI-FILHO, 2001). Logo, um importante papel do Banco Central é garantir juros baixos, para que o nível de investimento permaneça ou alcance um patamar alto e, por sua vez, se construa um forte crescimento econômico.

### **3 A PREDOMINANCIA ORTODOXA E O PLANO REAL**

#### **3.1 SUPERAÇÃO DA HIPERINFLAÇÃO, A MOEDA COMO NEUTRA E O PLANO REAL**

##### **3.1.1 Antecedentes do Plano Real**

Como já explicado, a ortodoxia considera que os efeitos da moeda serão neutros, no mínimo a longo prazo, não afetando de forma permanente o crescimento da renda e do emprego. Assim, a estabilização de preços correntes é essencial para possibilitar alocações eficientes de capital por evitar distorções de preços relativos. Tendo em vista esse suposto da moeda sobre a inflação e o papel do sistema de preços para a formação de um mercado eficiente, é de vital importância para esse grupo que a hiperinflação brasileira das décadas de 1980 e 1990 fosse controlada no

objetivo de dar fim à longa instabilidade macroeconômica e recessão, independente dos custos a curto prazo (LACERDA, 2010).

A inflação brasileira durante estes anos oscilou entre 80% e 2480% ao ano. Seis reformas monetárias foram colocadas em prática em dez anos para diminuir os índices de inflação, com políticas de moeda indexada, retração fiscal, abertura comercial. Até o Plano Real, os índices de inflação só se mantiveram baixos por curtos períodos, logo após a aplicação dos sucessivos planos, mas sempre sucedidos de *overshooting*, que seria uma rápida reação de volta da inflação.

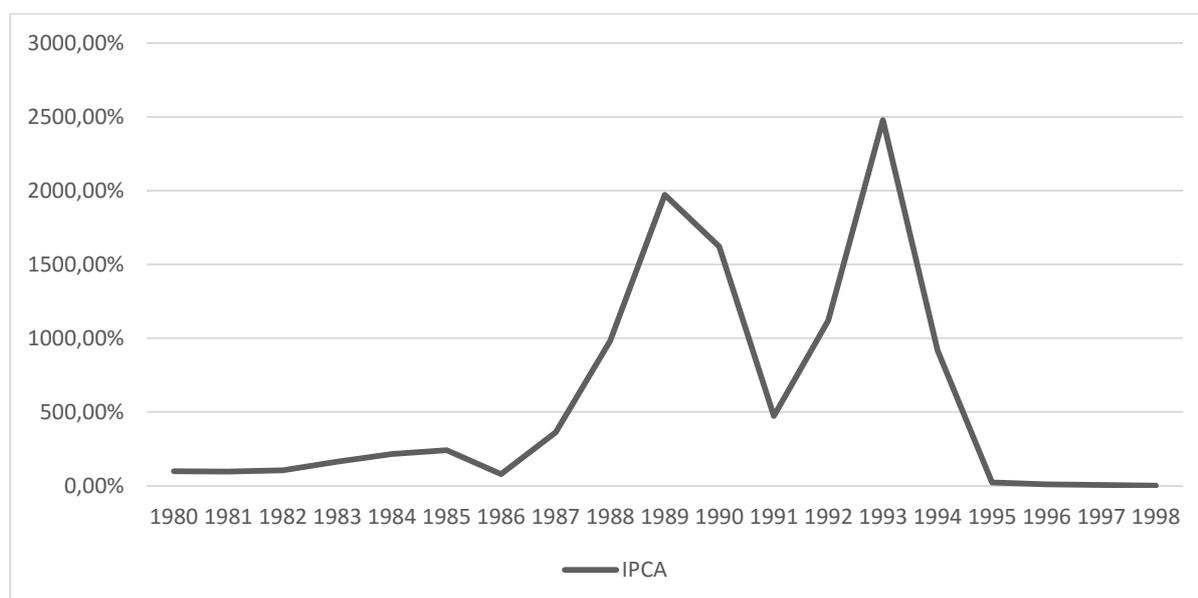


Gráfico 1: IPCA de 1980 a 1994. (Fonte: BACEN)

Apesar da galopante inflação, os produtores, consumidores e autoridades se adaptavam à inflação pelo uso intermitente da indexação. Não houve também queda significativamente das rendas tributárias, senão alta das mesmas, se comparada a outros países da América Latina e, com exceção de alguns períodos, a Autoridade Monetária conseguiu assegurar a competitividade da taxa cambial e o país pôde manter sucessivos superávits primários até 1994 (CARDOSO, 2001).

### 3.1.2 Primeira fase do Plano Real: as âncoras

Com a deposição de Fernando Collor de Mello, sucedido pelo seu vice, Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso foi levado ao Ministério da Fazenda com a

incumbência de solucionar o problema crônico da hiperinflação. O Plano Real, plano econômico que leva este nome devido à mudança da moeda para o Real, passou por três fases de estabilização: rápido ajuste fiscal, reforma monetária e o uso da âncora cambial e âncora monetária.

Pelo primeiro componente, em Janeiro de 1994, o Congresso aprovou um plano de cortes de gastos e a criação do Fundo Social de Emergência. Todos os municípios passaram a contar com menores limites de crédito e recuperação de contribuições obrigatórias da Previdência Social, permitindo ao governo federal cortar alguns de seus vínculos entre receitas e despesas, gerando superávit operacional em 1994 (GIAMBIAGI, 2005).

O segundo componente do Plano Real indexou os preços a uma nova Unidade Real de Valor (URV), atrelando preços de contratos enquanto o Cruzeiro permanecia em circulação. Como o Cruzeiro Real e a URV sofriam desvalorização semelhante em relação ao dólar, descontaminando a URV da inflação inercial sofrida pelo Cruzeiro Real, grande parte dos preços eram estabelecidos em dólar. Em julho de 1994 foi lançada a moeda Real, já descontaminada, utilizada para a conversão de todos os preços e contratos com base na conversão entre Cruzeiro Real e URV, na proporção de CR \$2.750 para R\$ 1.

O terceiro componente, que terá maior importância na análise deste trabalho, está no âmbito da política monetária que, entre 1994 e 1999, traduziu-se nas âncoras cambial e monetária. A partir de primeiro de julho de 1994, houve uma real valorização cambial de forma a associar a nova moeda real à sua prévia paridade entre URV e dólar (CARDOSO, 2001, p. 151).

A âncora cambial consistiu em massiva valorização cambial e atrelamento da moeda nacional ao dólar na paridade de 1 para 1, buscando dois efeitos: efeito *pass-through cambial*<sup>2</sup>, reduzindo o preço das importações de insumos e capitais, barateando a produção que dependia dos fatores importados, aumentando a concorrência com os produtores internos e, além disso, aumentar a credibilidade

---

<sup>2</sup> Quando o regime de câmbio é fixo e ainda há um certo resíduo inflacionário, como era o caso do Brasil nos anos subsequentes da primeira fase do Plano Real, o efeito pass-through cambial atua de forma a reduzir, comparativamente, os preços dos insumos, bens de capital e produtos importados, tendo em vista que os preços internos aumentam, mas os externos seguem os mesmos. Logo, a produção pode ser relativamente barateada com insumos e bens de capital importados comparativamente mais baratos e há uma pressão de competição, contra os produtos domésticos que perdem ainda mais competitividade ao manter seus preços.

governamental, fazendo convergir as expectativas acerca do patamar do câmbio e impedindo discricionariedade da Autoridade Monetária, tendo em vista que suas políticas de expansão ou retração monetária, deveriam ser passivas, respondendo, neste primeiro momento, à tentativa de se manter o patamar cambial (LEVY-YEYATI, STURZENEGGER e REGGIO, 2010).

De fato, a ancora cambial, conforme identificado por Mollo, Silva e Torrance (2001), pertence, enquanto prescrição, ao grupo teórico ortodoxo, que vê a moeda como neutra e que percebe o mercado como auto regulador, tendo no preço o mecanismo mais eficiente de alocação de recursos. Esse grupo prescreve uma política monetária de regras, de forma que a ação discricionária do governo não afete os níveis de preço na economia, pois entende com política monetária e/ou política cambial, haveria certa desestabilização nos mecanismos de preços do mercado (MCKINNON, 1988).

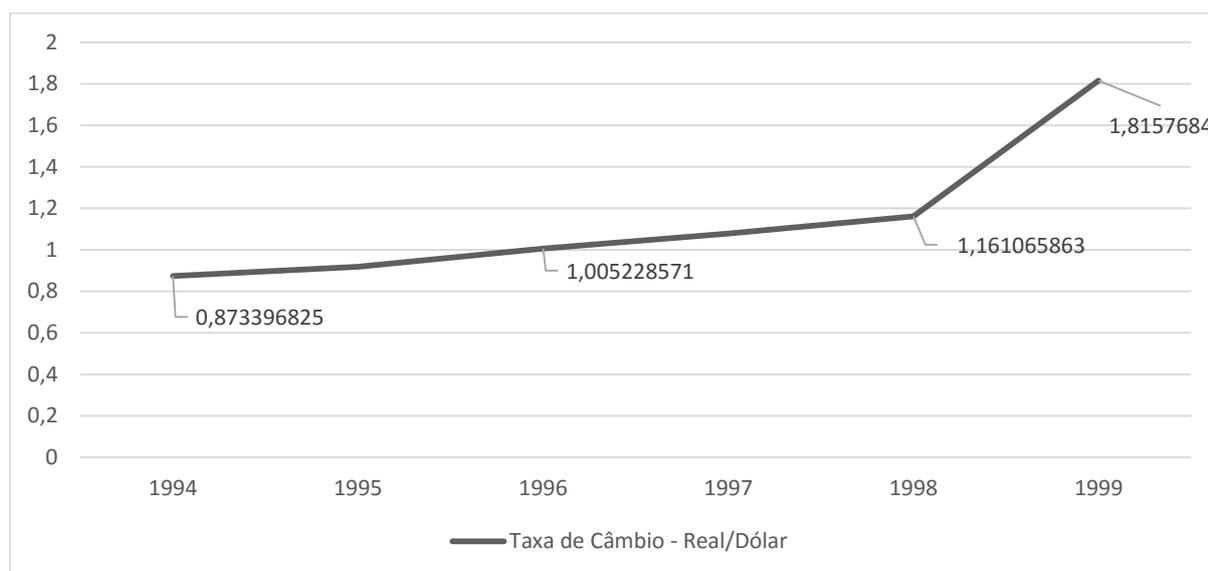


Gráfico 2: Taxa de Câmbio Real/Dólar de 1994 a 1999 (Fonte: BACEN)

Tendo em vista a neutralidade concebida da moeda no curto prazo, a taxa real de câmbio não afeta de forma duradoura as variáveis reais da economia. Por exemplo, a apreciação da moeda nacional faria com que, momentaneamente, a balança comercial ficasse deficitária com a queda das exportações e o aumento das importações, fazendo com que possuam uma saída líquida de capital estrangeiro. A renda e a demanda agregada interna se reduziriam (o que reduziria o hiato do produto, criando os efeitos desejáveis sobre a inflação), afetando negativamente os preços internos, até que se pareassem com os preços internacionais, revertendo a inicial

perda de competitividade. Assim a política cambial se justifica somente para controlar a inflação uma vez que os efeitos reais na economia são neutralizados.

A valorização cambial possui um histórico dentro da América Latina, na tentativa de auxiliar os processos de estabilização macroeconômica de vários países, como no Chile (1975-1981), no México (1987-1993) e Argentina (1990-1995). Ela não poderia ocorrer sem que houvesse uma liberalização do comércio exterior brasileiro, em curso desde o governo Collor, pois o barateamento dos custos de produção e o aumento de competitividade só poderiam existir caso houvesse liberdade para a entrada dos produtos importados no país (LACERDA, 2010) e, também, para que as importações abastecessem o aumento de consumo interno (derivados do efeito renda, ao se controlar a inflação) (DAINEZ, 2003).

Por parte da política monetária, vale ressaltar que esta perde sua dependência, de forma que o Banco Central somente poderá utiliza-la para manter o patamar de câmbio estabelecido, como pretendiam as escolas que observavam a moeda como neutra no curto prazo. Dessa forma, houve aumento da taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos federais, de 38% a.a. em 1998 a 45% em 1999 (Fonte: BACEN). Esse aumento da taxa de juros visou, também, dois efeitos. O primeiro efeito é oriundo da ancora cambial. Pelo fato de a moeda nacional estar sobrevalorizada, houve uma piora da conta corrente associada ao comportamento da Balança Comercial, cujo déficit saiu de US\$2 Bilhões em 1994, ultrapassando US\$30 Bilhões em 1997. Esse déficit foi coberto pela entrada de capitais, estimulado pelo generoso pagamento de juros que o governo brasileiro pagava pelos títulos da dívida pública (GIAMBIAGI, 2005). O aumento da Selic, portanto, aumenta entrada de dólares, auxiliando a recompor, em parte, as perdas da poupança externa devido ao nível do câmbio, pois, como explica:

Um [...] problema que costuma acontecer com a supervalorização é que ela estimula a redução da poupança privada na medida em que a população passa a antecipar o consumo futuro. Em 1994, as exportações do México estavam em grande crescimento, porém a poupança nacional havia declinado para níveis muito baixos [...]. Ao desgastar os níveis de poupança, a supervalorização levanta obstáculos à atividade econômica em função das altas taxas de juros

necessárias para manter o fluxo de entrada de capitais, que dá sustentação à taxa cambial (CARDOSO, 2001, p. 158).

O segundo efeito, é próprio do perfil contracionista da taxa de juros. Uma taxa de juros alta permitiria somente que “fossem empreendidos projetos que satisfizessem critérios de rentabilidade mais elevados” (SALAMA, 1999, p. 215). Dessa forma, há uma diminuição da demanda agregada dentro da economia, pois há menos empréstimos sendo tomados, e, portanto, menor consumo, reduzindo os impactos do aquecimento interno da economia sobre os preços, especialmente dos bens não comercializáveis, como serviços.

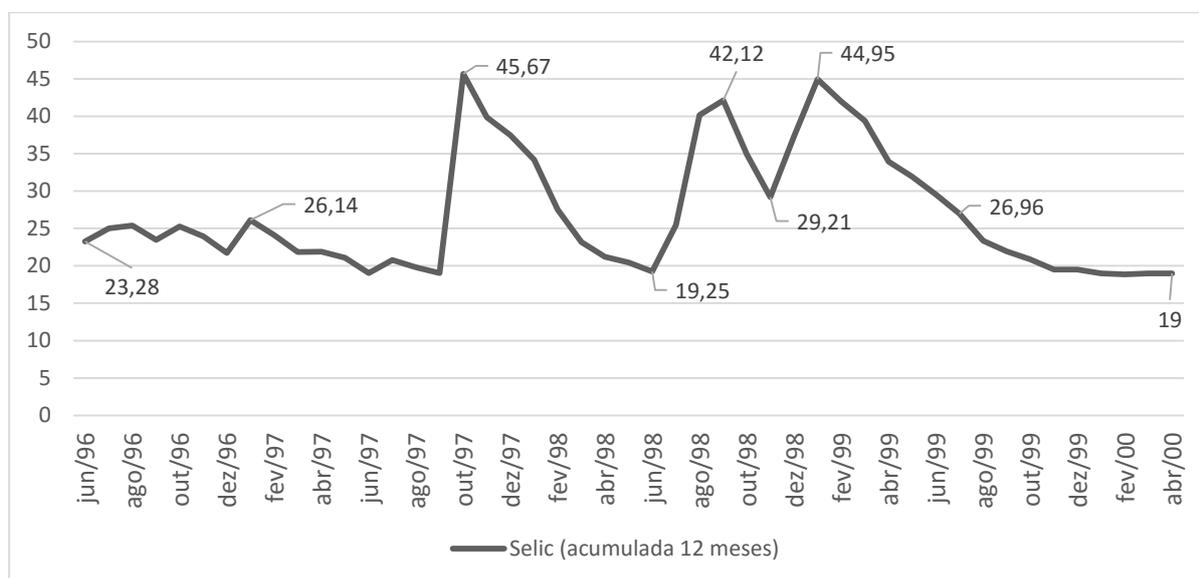


Gráfico 3: Selic Acumulada em 12 meses de 1995 a 1999 (Fonte: BACEN)

O Plano Real gerou uma notável redução da inflação da casa dos quatro dígitos para a casa dos dois dígitos em um ano. Houve, além disso, um resultado positivo nos três primeiros anos do plano, com um aumento da produção industrial de 15,5% em termos dessazonalizados, segundo o IBGE. Esse aumento pode ser explicado pela bruta queda da inflação ocasionar um aumento do poder de compra real da população. (LACERDA, 2010).

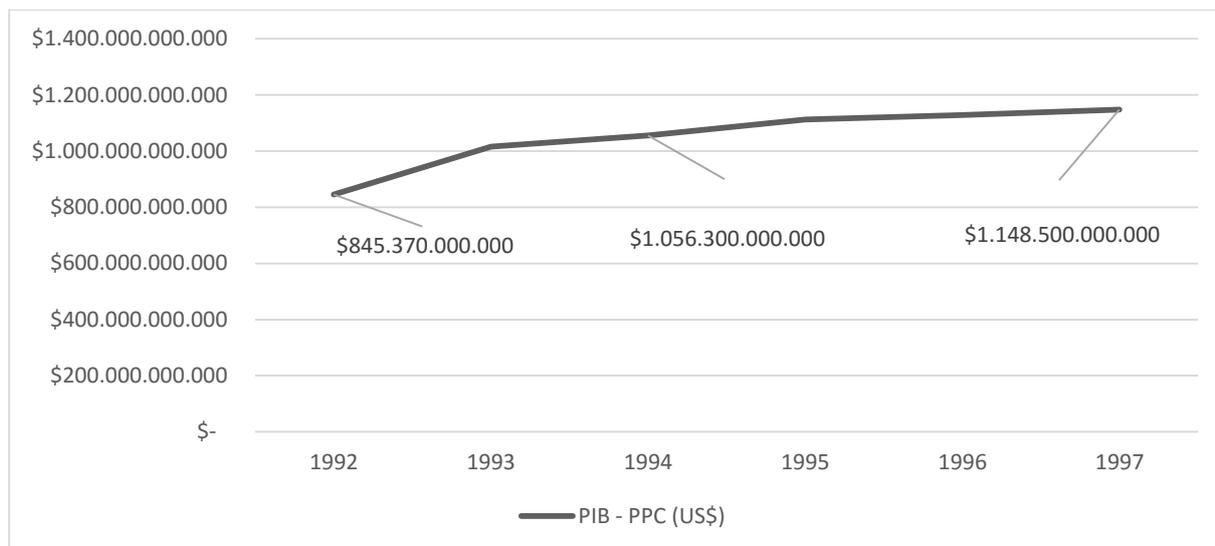


Gráfico 4: Produto Interno Bruto do Brasil em US\$ de 1992 a 1997 (Fonte: IpeaData)

Este resultado, porém, como mostra o gráfico acima, foi mais que compensado pelas medidas monetárias contracionistas de forma a manter o controle sobre os níveis de preço, o aumento do consumo de produtos importados, e uma posterior freada no crescimento. Isso porque o controle dos níveis de preço era o foco da política econômica do Governo, descartando efeitos em outras variáveis reais, como emprego e investimento, com poucas preocupações em vista do raciocínio de neutralidade da moeda.

Esses mecanismos, porém, não foram sustentados indeterminadamente e, quando esgotada a capacidade de continuar financiando déficits em conta corrente da ordem de US\$ 30 Bilhões, o mundo passou a ver uma iminente troca de sistema cambial e iminente desvalorização do câmbio. Dessa forma, a desvalorização cambial se tornou uma imposição devido às circunstâncias em que o Brasil se encontrava em 1999, juntamente com a nova abertura do câmbio (GIAMBIAGI, 2005). Houve mudanças estruturais significativas sobre a atuação da taxa de juros e da política fiscal, como será apresentado a seguir, cujos motivos que levaram à nova fase do Plano Real serão expostos no terceiro capítulo deste trabalho.

### 3.2 REGRA DE POLÍTICA MONETÁRIA, TRINDADE IMPOSSÍVEL E O TRIPÉ MACROECONÔMICO

### 3.2.1 O Segundo Governo de Fernando Henrique Cardoso

Em 1999 houve uma mudança regimentar da política macroeconômica, caracterizada pelo Mundell-Flemming *Trilemma*, cuja política monetária é baseada em uma “trindade impossível”: câmbio fixo, livre mobilidade de capitais e política monetária independente (LEVY-YEYATI, STURZENEGGER e REGGIO, 2010). A argumentação de Mundell-Flemming *trilemma*, implica que o regime cambial adotado será submetido à importância que a Autoridade Monetária dá às suas políticas monetárias e à mobilidade internacional de capital. Isto é, para que se tenha controle sobre a inflação, atuando primordialmente via nível da taxa de juros, o câmbio deveria ser determinado pelo mercado, ou seja, deveria flutuar livremente para adequar as mudanças da entrada de capital estrangeiro orientada pela variação da taxa de juros dando independência à política monetária, tendo em vista que o mercado de capitais está livre (MUNDELL, 1963; FLEMING, 1962).

Nesse sentido, houve a adoção de: metas de superávit primário, para indicar ao mercado financeiro mundial que o Brasil teria, como meta fiscal, a obrigação de obter um superávit para saldar o pagamento da dívida externa; câmbio flexível flutuante, determinada exogenamente para acomodar o fluxo de capitais orientados pela taxa de juros; e Regime de Metas de Inflação, operada pela Regra de Taylor (1993), que define a política monetária de controle inflacionário, caracterizado por uma política monetária passiva, ou seja, que responde a um modelo econométrico de acordo com o nível de inflação brasileira e de algumas outras variáveis (ANBIMA, 2010), sedimentando, assim, o denominado Tripé Macroeconômico.

Em janeiro de 1999, o real passou a flutuar, obedecendo aos princípios da Trindade Impossível, ainda que não inteiramente livre, ou seja, não determinado puramente de forma exógena, isto é, o câmbio flutua dentro de metas implícitas do Banco Central do Brasil. Os dados coletados por Oliveira e Plaga (2011) mostraram que no primeiro período de crise cambial, no primeiro semestre de 1999, o BCB adicionou volatilidade à taxa de câmbio nominal por meio de intervenções à vista, enquanto no segundo período de crise, no segundo semestre de 2002, as intervenções via títulos cambiais reduziram a variância condicional da taxa de câmbio nominal.

Nos períodos sem crise cambial (1999 a 2002) houve uma redução no uso de instrumentos como os *swaps* e *hedge* cambial e observou-se uma compra (invertendo a tendência de venda) do dólar visando aumentar as Reservas Internacionais e diminuir a exposição do país à moeda americana. (OLIVEIRA e PLAGA, 2011). Após o rompimento do câmbio fixo, esgotadas as formas de mantê-lo, houve uma grande especulação de desvalorização do Real perante o Dólar, o que acelerou a fuga de capital estrangeiro e, nas primeiras três semanas, o câmbio acumulou uma desvalorização de 35%, como mostra o gráfico 5:

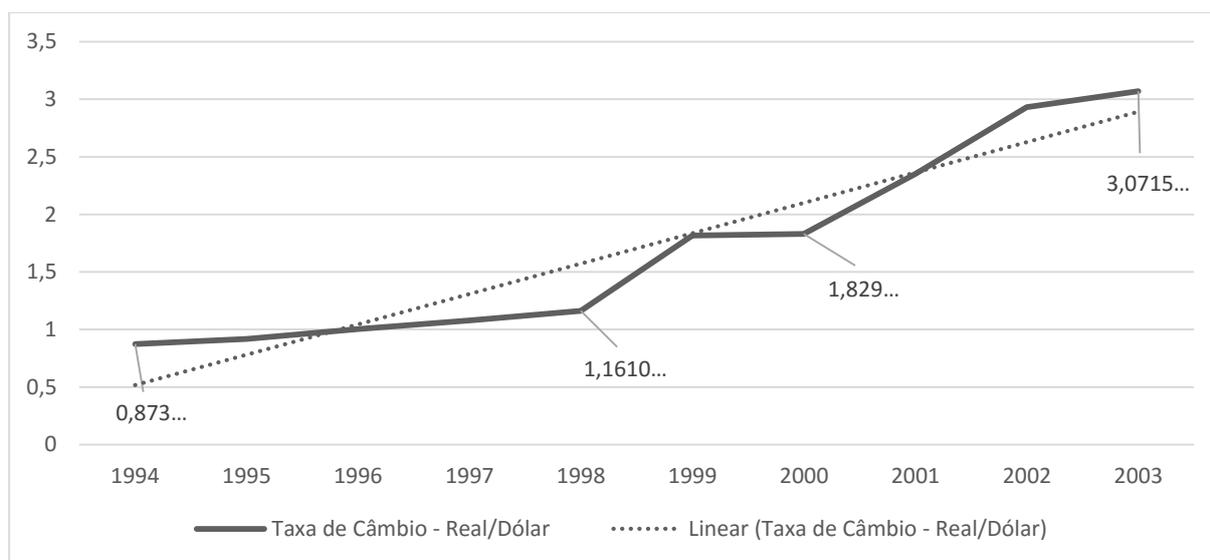


Gráfico 5: Taxa de Câmbio Real/Dólar de 1994 a 2003 (Fonte: BACEN)

A concepção teórica do Regime de Metas de Inflação (RMI) nasceu do debate acerca de qual deve ser o papel do Estado na economia, ou seja, se ele deve ser ativo ou passivo, e se ele deve voltar a sua interferência para o fomento do crescimento econômico ou para o combate à inflação (NEVES e OREIRO, 2008; ARESTIS e SAWYER, 2005). Sintetizando os princípios do debate ocorrido dentro do Novo Consenso Monetário:

- 1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário;
- 2) a estabilidade de preços tem importantes benefícios;
- 3) não existe nenhum trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação;
- 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia;
- 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor;
- 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal;
- 7) banco central independente

ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados de política monetária; 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio. (Mishkin, 2011, p. 3)

O objetivo da autoridade monetária, portanto, segue as mesmas prescrições, identificadas por Mollo, Silva e Torrance (2001) dentro do grupo ortodoxo, de comprometimento com a estabilidade de preço, bem definida pelo argumento oriundo do Comitê de Política Monetária (COPOM) “manter a estabilidade de preço é o objetivo primário do Banco Central” (WERLANG, TOMBINI e BOGDANSKI, 2000, p. 8), de forma que deve haver, no máximo, alguma discricionariedade para acomodar choques de oferta e evitar volatilidade excessiva do produto, não além, evitando o viés inflacionário próprio dos governos (FRIEDMAN, 1953; KYDLAND e PRESCOTT, 1977).

Como instrumento de atuação no controle da inflação, o Banco Central altera a taxa básica de juros da economia, que é a taxa apurada no SELIC, obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido sistema ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos, na forma de operações compromissadas. Sua alteração administra o processo, através das decisões tomadas nas reuniões do COPOM tendo em vista o RMI.

O Regime de Metas de Inflação é baseado na fundamentação microeconômica dos modelos macroeconômicos, introduzindo as expectativas racionais, neutralidade da moeda sobre as variáveis reais no longo prazo e na utilização da taxa de juros interferindo no hiato do produto, reduzindo os impactos da pressão de demanda sobre os níveis de preço e interferindo sobre a inflação, tendo o índice de preços ao consumidor, IPCA como referência para inflação no Brasil (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012), com base em uma derivação da Regra de Taylor, cuja equação relevante é: (FERREIRA e COLBANO, 2012; TAYLOR, 1993; ANBIMA, 2010):

$$\gamma_{it} = C + \beta_0 \gamma_{i,t-1} + \beta_1 h_{i,t-2} + \beta_2 \text{Desvio}_{i,t-3} + \beta_3 \text{DefNom}_{i,t} + \beta_4 \text{defSTC}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Ln}(CDS)_{i,t-1} + u_{it}$$

Onde:

$\gamma_{it}$  = Taxa de juros ex-ante no período  $t$

$C$  = Constante

$\gamma_{i,t-1}$  = Taxa de juros real no período anterior

$h_{it}$  = Hiato do produto no período  $t$

$Desvio_{i,t-3}$  = A inflação no período  $t - 3$  menos a meta no período  $t - 3$

$DefNom_{i,t}$  = Déficit nominal em  $t$   $DefNom_{i,t}$  = déficit nominal em  $t$

$defSTC_{i,t-1}$  = Déficit em transações correntes

$CDS_{i,t-1}$  = Credit Default Swap – medida de risco de Default

$u_{it}$  = Erro aleatório

O que vale destacar desta equação é o que tem se falado anteriormente. Não é visualizada preocupação com variáveis reais, como crescimento do produto, renda e emprego (apesar de modelos mais flexíveis do RMI apresentarem a estabilidade de preços acompanhada pelo compromisso de manter estabilização do produto corrente em níveis próximos da taxa potencial de crescimento [DE PAULA e SARAIVA, 2015]), pois o modelo supõe neutralidade da moeda e, portanto, desconsidera os efeitos da política monetária sobre os fatores reais, como será aprofundado a seguir (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012).

No que diz respeito à independência do Banco Central, Neves e Oreiro (2008) demonstram que o RMI incorpora a teoria dominante, o Novo Consenso Macroeconômico, sobre a função do Estado na economia: o Estado deve ser ativo no combate à inflação, mas não deve ser discricionário. Assim, os autores afirmam que o RMI é uma forma de política monetária alternativa àquelas adotadas até a década de noventa, vinculando a atuação do Banco Central apenas à manutenção da estabilidade dos preços. Dada essa atribuição, ganha importância ímpar a credibilidade de que essa instituição dispõe frente ao resto dos agentes econômicos, o que contribui para o fortalecimento desta tese.

A política monetária por regra, segundo Basu (2012), eleva a credibilidade do Banco Central como “um bem construído ao longo do tempo” (PARIÈS e MOYEN, 2012, p.571) e faz convergir as expectativas, exigindo menos esforço da autoridade monetária em atingir a meta e garantindo uma ação não discricionária (BAGHESTANI e MARCHON, 2012; MUNDELL, 1963; FLEMING, 1962). Ainda, de acordo com Montes e Machado (2014):

[...]o regime de metas para inflação representa uma tecnologia de compromisso adotada por diversos países com o intuito de promover uma desinflação gradual nos preços, como também de preservar os ganhos obtidos com a redução e a estabilização da inflação. Ao conferir importância à credibilidade e ao desenvolvimento da

reputação, pois a ideia desse regime é servir como âncora nominal para o processo de formação de expectativas dos agentes, impõe comprometimento à autoridade monetária com o seu principal objetivo de longo prazo. (MONTES e MACHADO, 2014, p. 242).

Brito e Bystedt, em 2010, encontraram evidências de que metas de inflação aprimoraram a performance de políticas macroeconômicas em países em desenvolvimento, especialmente pelo fato de que em países em desenvolvimento, as autoridades monetárias tendem a ter uma menor credibilidade com o público sobre a estabilidade de preços.

Outros aspectos da meta de inflação são: sua amplitude temporal, que não pode ser muito curta, para que dê tempo para a convergência de expectativas, nem muito longa, o horizonte ideal, segundo Mishkin (2000) é de dois anos, considerando que doze meses é um período demasiado curto; e do tipo de meta, se feito dentro de bandas ou se há um ponto central de convergência, com um espaço de tolerância.

O Regime de Meta de Inflação brasileiro fez uso das bandas de tolerância, tendo em vista que o Banco Central não possui controle total sobre o comportamento dos preços, podendo ser afetado por uma variação de inflação do curto prazo, pois existe uma defasagem entre a alteração da Selic e a resposta em termos de nível de preços (ARRESTIS, FERRARI FILHO e DE PAULA, 2009). Um segundo motivo é a acomodação de alguns choques e a banda faria com que a política monetária não seja tão restritiva. Entretanto, as bandas não podem ser muito amplas, para não afetarem a credibilidade do BC.

Com Armínio Fraga no Banco Central, a meta de inflação brasileira era de 8% em 1999, na intenção de que, até 2002, convergisse para 3,5%, convergindo, com o tempo, as expectativas para um patamar menor de inflação. Dessa forma, em 1999, 2000, 2001 e 2002, a meta de inflação foi 8%, 6%, 4% e 3,5%, respectivamente, com bandas de tolerância de 2%. Entretanto, em 2001 e 2002 a inflação brasileira foi de 7,67% e 12,53%, ultrapassando o teto da meta e rompendo com o regime, de acordo com dados divulgados pelo próprio Banco Central do Brasil, podendo ser observado no gráfico 6.

Em um estudo sobre o RMI focado na experiência dos países emergentes, Batini e Laxton (2006) concluem que o uso de metas inflacionárias traz benefícios

significativos que vão desde o controle eficiente da inflação e da ancoragem das expectativas de inflação em níveis baixos, até a diminuição da volatilidade dos juros, da taxa de câmbio e das reservas internacionais, reduzindo o risco de crises.

A política de metas de inflação (assim como todo o Tripé Macroeconômico), é fruto de uma mudança de percepção acerca do papel da moeda. O câmbio passa a ser flutuante, permitindo que as oscilações cambiais compensassem a rigidez dos preços internos, onde a política monetária poderia surtir um efeito no curto prazo, sem afetar o equilíbrio de longo prazo. Pela lógica da Regra de Taylor, a variável juros afeta o produto efetivo, i.e., o produto no curto prazo, desaquecendo a pressão sobre a capacidade produtiva potencial, sem afetá-la. Isso ocorre pelo fato de que a moeda, por ser neutra no longo prazo, reduziria a produção e reduziria o hiato do produto, enquanto seu efeito sobre a capacidade produtiva do longo prazo é nulo ou insignificante.

### 3.3 A MANUTENÇÃO DO TRIPÉ

#### 3.3.1 Primeiro e Segundo Governo Lula

Em 2002, com a mudança presidencial, houve um receio acerca do rompimento com o recém estabelecido Tripé Macroeconômico. Criou-se uma reação no mercado de ações brasileiro, no sentido de fuga de capitais, elevando a taxa de câmbio, de 2,29R\$/US\$ em Janeiro a 3,80R\$/US\$ em Dezembro do mesmo ano (Fonte: Ipea). O Brasil apresentava uma inflação de 12,53% e crescimento de 1,9%, aumentando a pressão para a fuga dos potenciais investidores.

No entanto, em lugar do rompimento, houve uma reafirmação e aprofundamento dos compromissos de cautela fiscal e monetária. A taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) foi ajustada, na primeira reunião do Copom em 2003 de 25% (que já era considerada alta) para 25,5%, sinalizando uma maior preocupação em se manter dentro da meta de 8,5% de inflação neste ano e a Meta de Superávit Primário foi elevada de 3,75% a 4,25%, sendo que

neste ano o governo superou a meta e obteve um superávit primário de 4,7% (BAER, 2008).

Com a intenção de gerar uma certa previsibilidade e credibilidade ao Banco Central, com a continuidade da regra de política monetária, o Banco Central, durante todo o período de 2003 a 2010, com Fernando Meirelles, possuiu uma certa autonomia, não atendendo eventuais demandas dos órgãos executivos (ISMIHAN e OZKAN, 2004). E, de acordo com da Balbino, Colla e Teles (2011), não houve uma mudança significativa do padrão de resposta do Banco Central às variações da inflação, mesmo em um contexto macroeconômico distinto e com uma credibilidade já assegurada pela autoridade monetária, pois, como indica:

[...]a condução de política monetária teve diferença estatisticamente significativa, mas, com o passar do tempo, a credibilidade no regime de metas de inflação foi aumentando e o esforço em termos de taxa de juros, necessário para fazer a inflação convergir tornou-se cada vez menor. Porém, a autoridade monetária permaneceu praticando uma política equivalente ao período de baixa credibilidade, o que fez com que a inflação convergisse muito mais rapidamente[...] (BALBINO, COLLA e TELES, 2011, p. 123).

A meta de inflação do ano de 2003 foi modificada para 8,5%, com banda de 3% para cima e para baixo, o que anda era considerada uma meta ambiciosa, tendo em vista a inflação do ano anterior em 12,5%. Entretanto a inflação deste ano se manteve em 9,3%. Em 2004 a meta muda para 5,5%, com inflação de 7,6%, ficando dentro das bandas da meta inflacionária, assim como em todos os anos subsequentes até 2014. A meta de inflação e as bandas definidas pelo Bacen são as descritas no gráfico:

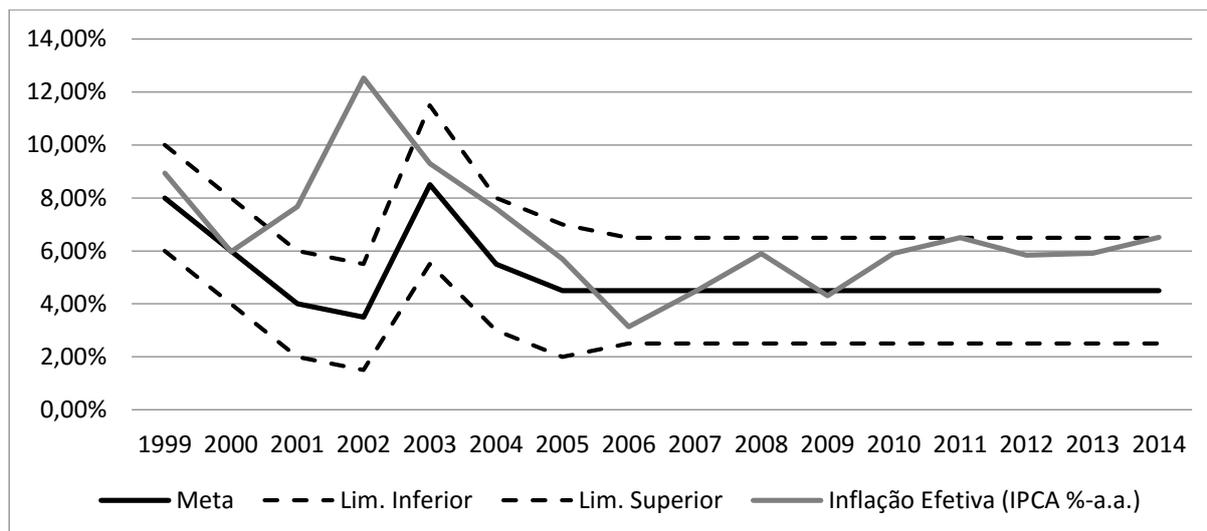


Gráfico 6: Meta de Inflação de 1999 a 2014

O crescimento em 2003 foi prejudicado, entretanto, a inflação efetiva foi convergindo para a meta, o “Risco Brasil”<sup>3</sup> caiu de 1387 pontos a 447, retomando a entrada de investimento externo, reduzindo assim, o câmbio nos anos seguintes de maior estabilidade macroeconômica.

Em 2004 o “desempenho macroeconômico do Brasil melhorou extraordinariamente, visto que o PIB cresceu 5,2%, liderado por uma expansão industrial de 6,2%” (BAER, 2008, p. 250). Um dos fatores que facilitou a expansão da produção foi a baixa Utilização da Capacidade Industrial (UCI), que, desde a década de 90 estava se configurando abaixo de 80%, podendo ser mais amplamente utilizada, dada a estabilidade macroeconômica que ocasionou um aumento no consumo na ordem de 8,5% nos primeiros três trimestres do ano.

Em vista da rigidez das políticas ortodoxas para conter o avanço da inflação, houve um certo estrangulamento da capacidade de oferta no ano subsequente e, em 2005 houve um decréscimo da taxa de crescimento, como resposta a uma política ortodoxa mais conservadora, dada o contexto de maior credibilidade e estabilidade, o crescimento ficou contabilizado em 3,2% e, em 2006, em 4% (BALBINO, COLLA e TELES, 2011).

<sup>3</sup> O Risco Brasil Mostra os retornos financeiros obtidos a cada dia por uma carteira selecionada de títulos desses países. A unidade de medida é o ponto-base. Dez pontos-base equivalem a um décimo de 1%. Os pontos mostram a diferença entre a taxa de retorno dos títulos de países emergentes e a oferecida por títulos emitidos pelo Tesouro americano. Essa diferença é o spread, ou o spread soberano. Fonte: IpeaData (JP Morgan)

A política de reafirmação da contenção fiscal, após a saída do então Ministro da Fazenda, Antônio Palocci, foi lentamente desmontada, abrindo um processo de acirramento dos gastos primários. A entrada de Guido Mantega na Fazenda foi um indicativo de uma nova postura fiscal, marcando o fim do reajuste que norteou a política fiscal entre 2003 e 2005. A então Ministra da Casa Civil, Dilma Rousseff, anuncia um novo programa de expansão fiscal, o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), para haver um rompimento com a tradicional contenção fiscal brasileira (WERNECK, 2010). Nesse sentido, começa a haver uma maior movimentação do Banco Central em reduzir a taxa de juros, como pode ser observado no gráfico 8, em parte pela nova política expansiva do governo, em parte pela melhor conjuntura macroeconômica e maior credibilidade do Banco Central (BALBINO, COLLA e TELLES, 2011).

Houve, também, uma melhora na Balança Comercial, associada ao aumento dos preços mundiais das *commodities*, face à entrada da China no mercado internacional. O Brasil mudava seu perfil exportador para bens primários, em detrimento da exportação de Bens Manufaturados e Semimanufaturados, como será exposto no próximo capítulo desta monografia. O índice de aumento dos preços das *commodities*, utilizando a metodologia de Enzo Grilli e Maw Cheng Yang (1988), entre 2001 e 2007 chegou a 55%, 27,2% e 17,8% em alimentos, não alimentos e metais, segundo Schmiedecke (2008).

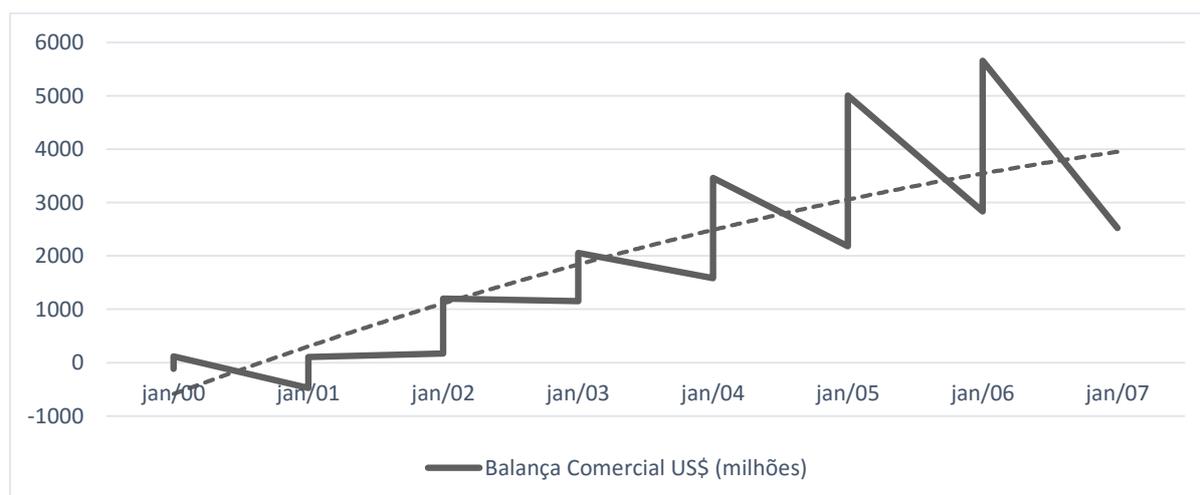


Gráfico 7: Balança Comercial de 2000 a 2007. Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim, Seção Balanço de Pagamentos (BCB Boletim/BP)

Entre 2007 e 2009, houve, com exceção de duas reuniões do Copom, uma queda constante da taxa de juros, ainda que mantida em um patamar considerado elevado. Por meio da superavitária balança comercial e dos altos juros, a moeda nacional teve uma grande valorização neste período, que durou até o começo da crise mundial.

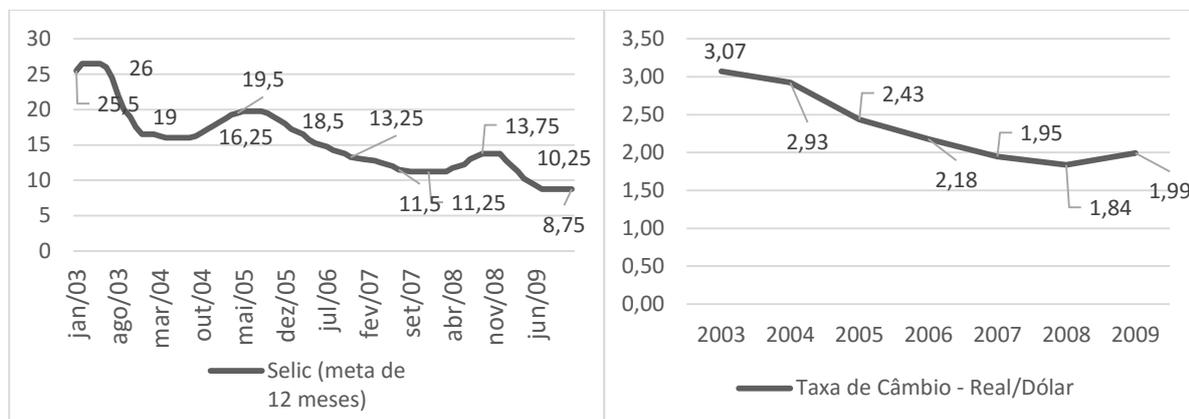


Gráfico 8: Selic de Jan/2003 a Dez/2009.  
Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 9: Taxa de Câmbio – Real/ Dólar de 2008 a Set/2015. Fonte: Banco do Brasil

Apesar da constante queda da Selic, a taxa referencial de juros brasileira, se comparada a países centrais e emergentes, permanece a um nível relevantemente alto, como demonstrado no gráfico 10:

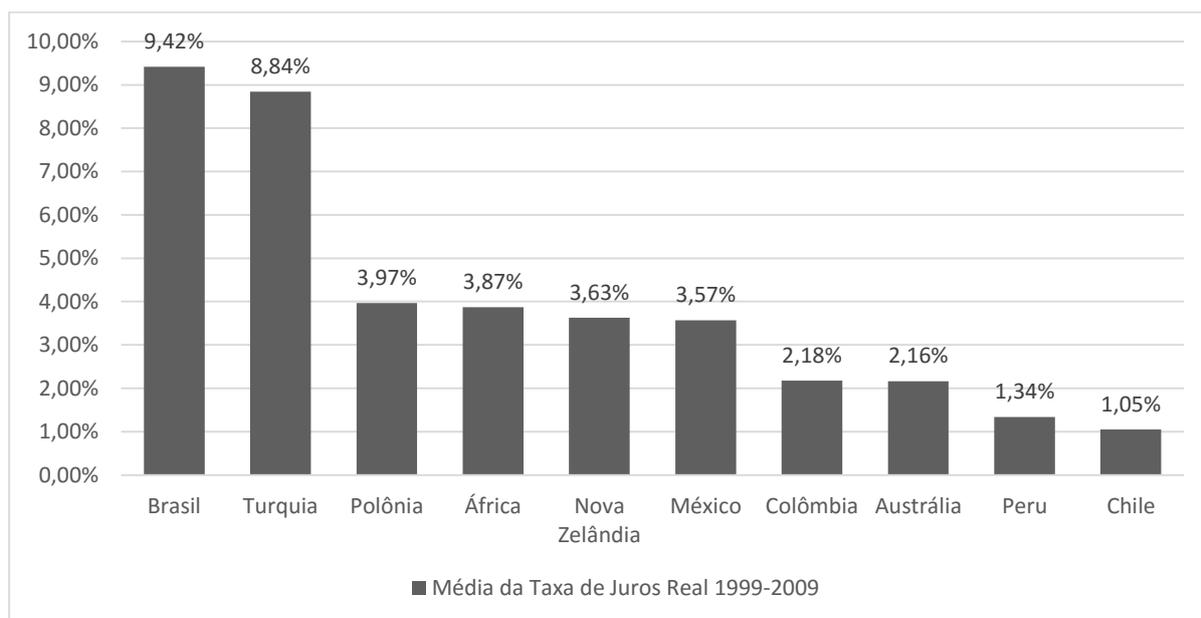


Gráfico 10: Média de Taxa de Juros Real entre 1999 e 2009 para diversos países. Fonte: Ferreira e Colbano (2012)

Após as reservas internacionais caírem abaixo de US\$ 20 Bilhões, durante a manutenção da âncora cambial, houve um elevado acúmulo de reservas entre 2003 e 2011, variando de US\$ 37 Bilhões para US\$ 278 Bilhões.

### 3.3.2 Primeiro Governo Dilma

Em 2011, a equipe responsável pela condução da política econômica brasileira iniciou um novo perfil de conduta da política econômica. Esse novo perfil indica uma conduta voltada a uma maior preocupação com o crescimento de longo prazo, incluindo investimentos mais contundentes em infraestrutura.

Em agosto de 2011, o Copom indicou a decisão, baseada na visão de que a lenta e frágil recuperação da economia mundial, por si só aumentaria o hiato do produto, contribuindo para o cumprimento da meta de inflação. Neste ano, a inflação verificada foi de 6,5%, atingindo o teto da meta e, em 2012, retorna ao patamar de 5,84%.

Para conter a inflação, houve um maior ativismo no controle direto dos preços, como instrumento auxiliar, a partir de 2011 (gerando, inclusive uma queda dos preços monitorados), pois a taxa de inflação aumentou em função, principalmente nos preços livres (alimentos, bebidas e serviços), que tiveram participação de 23% na composição do IPCA em 2011/2012. Os efeitos do represamento de preços “públicos”, como energia elétrica e gasolina, geralmente afetam o curto prazo, mas estimulam, ao invés de conter, a demanda agregada na economia, de forma que, nos períodos posteriores, houvesse uma pressão maior sobre os preços de mercado (DE PAULA e SARAIVA, 2015).

Ao mesmo tempo que o BC sinalizava uma tendência mais baixa para a Selic, que saiu de 11,75% em 2011 para 7,5% em 2013, a taxa de câmbio permanecia ligeiramente valorizada, com uma média de 1,67 e 1,95 em 2012 e 2013.

A partir de 2013, para conter o avanço dos preços, tendo em vista que neste ano a inflação voltou a subir, atingindo 5,91%, o Banco Central começou a sinalizar

uma tendência de aumento da Selic, que se iniciou em agosto daquele ano e segue até o terceiro trimestre de 2015.

Como mostra o gráfico abaixo, apesar da política contracionista, as expectativas acerca do nível de inflação vêm se afastando e ficando, entre 2011 e 2015<sup>4</sup>, cada vez mais acima da meta do centro da meta de inflação. Essa pode ser, segundo Baghestani e Marchon (2012) uma forma de avaliação da piora da transparência do Regime de Metas de Inflação e seu impacto sobre a credibilidade das ações do Banco Central.

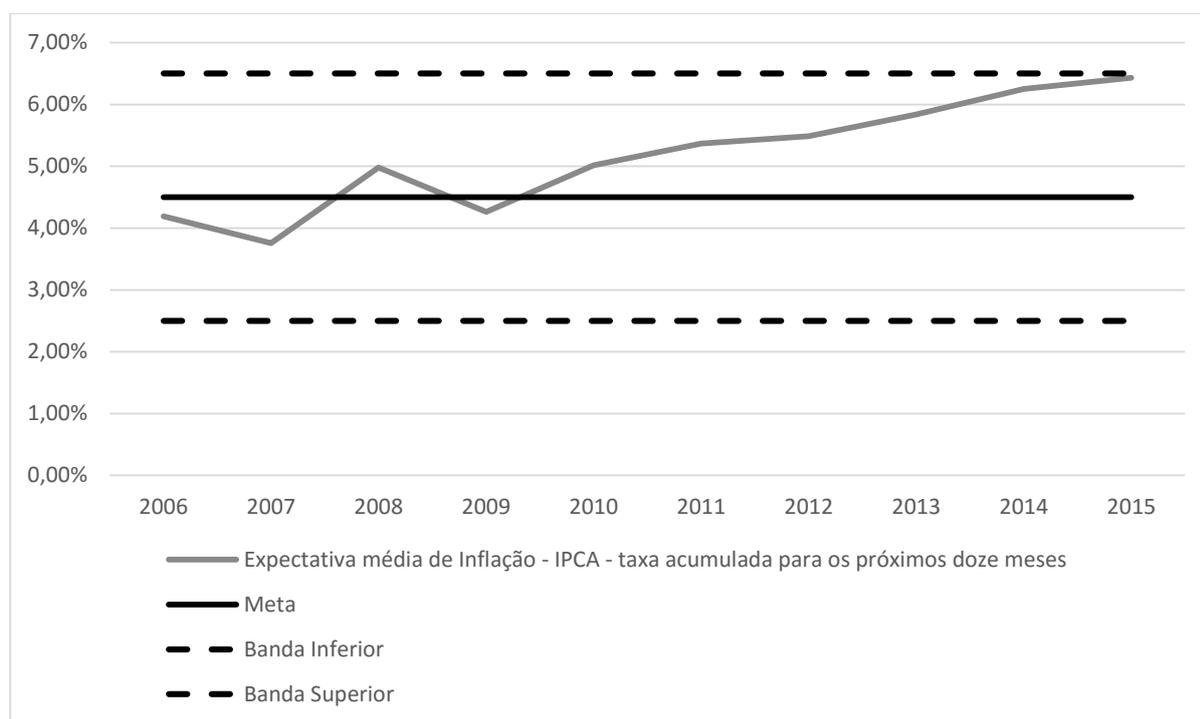


Gráfico 11: Expectativa Média de inflação de 2006 a 2015<sup>2</sup>. Fonte: IpeaData

No período de 2003 a 2015, apesar de pequenas mudanças na aplicação da política monetária e cambial, foi mantida a estrutura formada pelo Tripé Macroeconômico, ainda dominada por uma visão de que a adoção do Regime de Câmbio flutuante permitiria que as oscilações cambiais compensassem a rigidez de preços dos mercados internos, e as políticas monetárias poderiam ter algum impacto no curto prazo sem afetar o equilíbrio interno, tendo em vista que as taxas tenderiam a se aproximar de seu nível “normal”, levando a balança a certo equilíbrio, pois o

<sup>4</sup> Os dados acerca de 2015 foram somente coletados até o mês de agosto.

mercado é eficiente quando os preços refletem toda a informação disponível (HARVEY,1996; MOLLO, SILVA e TORRANCE, 2001).

## **4 A NÃO NEUTRALIDADE COMO PRESSUPOSTO E AS CRÍTICAS À POLÍTICA ORTODOXA**

Como observado, as políticas de controle inflacionário que fazem parte do grande Plano Real, têm, como base, uma visão ortodoxa acerca do impacto da moeda sobre as variáveis reais, como renda, emprego e produto potencial. Este capítulo se dedica, entretanto, a demonstrar os impactos da política monetária brasileira, nos últimos 21 anos, sobre estas variáveis, mostrando que, ao contrário do que postula a ortodoxia, a política monetária possuiu, no contexto brasileiro, um impacto sobre as variáveis reais. Para isso, apresentaremos, primordialmente, os pontos de vista em: Cardoso (2001), Ismiham e Ozkan (2004), Mollo e Saad-Filho (2001), Lopes, Mollo e Colbano (2012), Arestis, De Paula e Ferrari-Filho (2009), Júnior, De Paula e Ferrari-Filho (1999), Balbino, Colla e Teles (2011), Prebisch (1950) e Singer (1950).

### **4.1 ANCORANDO A ECONOMIA**

Nesta seção será feita a análise dos efeitos não neutros da moeda sobre a economia como um todo. Primeiramente serão analisadas as variáveis como a desconstrução do investimento nacional, a formação de empregos qualificados, na quebra da indústria nacional, que começará a gerar o efeito de deterioração dos termos de troca, abordados na terceira seção deste capítulo e, por fim, a quebra financeira causada pela manutenção das políticas monetárias entre os anos 1994 e 1998, que compreendem a primeira fase do Plano Real (FERREIRA e COLBANO, 2012).

#### **4.1.1 O Sistema Produtivo no Longo Prazo**

Como já explorado, para controlar a hiperinflação, o Brasil se enquadra no perfil de países que privilegiaram a taxa cambial de forma a adquirir estabilidade inflacionária. A âncora cambial, um dos dois instrumentos de política monetária utilizados, serviu para ancorar as expectativas da moeda Real em relação ao dólar, tendo em vista a adoção da paridade imutável fixa de um para um em relação à moeda internacional (CARDOSO, 2001).

Caso observada a grande valorização do real e fixação neste novo patamar pela ótica da moeda neutra no curto prazo, teríamos o seguinte efeito: haveria uma deterioração momentânea da balança comercial, reduzindo a renda interna do Brasil, o que levaria a uma baixa na pressão inflacionária, abaixando os preços internos e acabando com a inicial perda de competitividade. Dessa forma, não haveria nenhum efeito permanente sobre a economia, tendo em vista que os mecanismos de preços se ajustariam e o equilíbrio dentro da economia retornaria. Emprego, produção, investimento e outras variáveis reais permanecem intactas (MCKINNON, 1988; LEVY-YEYATI, STURZENEGGER e REGGIO, 2010).

O contrário é argumentado pelos que concluem que a moeda não é neutra. Postula-se, por exemplo, que, por deficiências na estrutura produtiva e no setor financeiro, os países em desenvolvimento, como o Brasil, têm uma dependência aumentada do seu ciclo de crescimento em relação à sua receita de divisas externas e pelo desempenho do setor exportador, fazendo com que oscilações na entrada de capitais e da balança comercial tenham um impacto mais duradouro nas variáveis reais da economia. Isso pois, estas economias são altamente dependentes da entrada de capital estrangeiro no seu financiamento de longo prazo, pela necessidade, no Brasil, desde a década de 70, de “importar poupança” para realizar o *funding* dos investimentos, que fica inibido, ou mais custoso, quando a balança comercial começa a apresentar um resultado negativo (RESENDE e AMADO, 2007).

Embora o argumento favorável ao aumento das importações, na década de 90, seja de que haveria um posterior crescimento da produtividade, devido a uma maior acessibilidade da produção nacional aos bens de capital (SOUZA e PINTO, 2009), este crescimento limitou-se apenas a movimentos do tipo *stop and go*. Os investimentos se concentraram em produtos de baixo valor agregado, muitas vezes

não comercializados internacionalmente e, ainda, a produção doméstica encontrou-se cada vez mais dependente da importação de bens de capital, insumos e componentes<sup>5</sup> e bens de alto ou médio conteúdo tecnológico. Nesse sentido, houve uma repercussão negativa sobre a capacidade produtiva de longo prazo no país, não possibilitando que as exportações futuras geradas pelo aumento de produtividade auxiliassem no pagamento dos passivos acumulados (CARDOSO, 2001; GOMES, 2009).

Dessa forma, a combinação da liberalização unilateral do comércio com a valorização da taxa cambial passou a ser um “elemento perigoso” (CARDOSO, 2001, p. 155). Isso surge a partir da visão da heterodoxia de que decisões tomadas no curto prazo possuem um impacto duradouro sobre a economia, especialmente sobre a variável investimento.

Como esperado, os setores mais afetados foram aqueles intensivos em tecnologia, com destaque para fabricação de outros veículos, material e aparelhos eletrônicos e de comunicação e máquinas, equipamentos e instrumentos, em que as importações superaram a marca dos 50% de participação no consumo aparente. Como resultado desta política cambial, a composição do consumo nacional mudou de perfil, aumentando, proporcionalmente, de forma contundente a participação de produtos importados, especialmente nos setores de alto valor adicionado, como capital e tecnologia, que aumentaram o Coeficiente de Importação sobre o Consumo aparente da base de 10,6% para 18,7% e 13,2% para 32,1%, respectivamente, entre 1993 e 1998 (MOREIRA, 1999).

Os efeitos de longo prazo são perceptíveis no gráfico 12, no qual se observa que no primeiro ano do Plano Real, a produção industrial em relação ao PIB caiu quase 10%, sem retornar ao patamar anterior.

---

<sup>5</sup> O Coeficiente de Importação/ Produção (%) do Total da Indústria, que estava em 10,4% em 1994, quase dobrou e atingiu 20,3% em 1999 (MOREIRA, 1999).

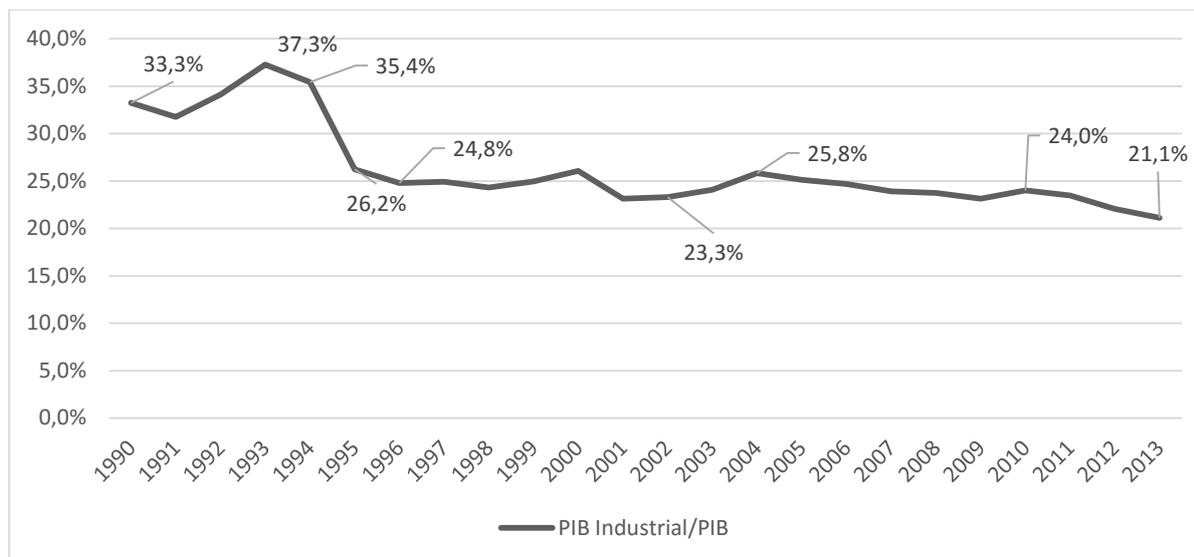


Gráfico 12: PIB Industrial/ PIB do Brasil (em %), de 1990 a 2013. Fonte: SIDRA/IBGE

#### 4.1.2 O tropeço do Investimento e o Emprego

A expectativa governamental era de que, com a abertura e estabilização econômica, fosse criado um ambiente atrativo para os investimentos produtivos de longo prazo. Embora a média de investimento em % PIB de 1994 a 1999 fosse superior à média dos anos 85 a 93 (16,73% e 14,74%. Fonte: IPEA), foi verificada uma mudança modesta, e, até mesmo, um decréscimo do investimento nos anos de 1998 e 1999. O desempenho, segundo Dainez (2003), não podia ser outro. A combinação da abertura comercial e taxa de câmbio valorizada retirou os incentivos do setor exportador, reduzindo os investimentos neste, criando até um encolhimento das cadeias produtivas exportadoras.

Alguns fatores influenciaram no desempenho do investimento na indústria, sendo eles: grande parte do investimento se concentrou em *commodities* e bens de baixo valor agregado; os investimentos no setor de alto valor agregado, como automotivo, não maturaram dentro dos anos em análise; o investimento no setor de bens duráveis e com maior valor agregado dependiam muito de insumos e peças importadas, o que reduzia o potencial de valor agregado local; grande parte do investimento estrangeiro veio na forma de fusões e aquisições (DAINEZ, 2003).

De fato, o fraco desempenho do investimento estrangeiro, por sua vez, deve-se a um ambiente de incerteza no mercado internacional, marcado pela recente crise dos países periféricos e com reforma monetária, o que gerou, no Brasil, uma necessidade de aumento dos juros da dívida pública, de forma a equilibrar o enorme déficit de transações correntes<sup>6</sup>, fazia com que houvesse uma maior atratividade de ganhos financeiros, em detrimento dos ganhos de investimento de longa maturação e as altas taxas de juros atuaram na mesma direção, encarecendo o crédito bancário, elevando os custos para as empresas e o financiamento do investimento (ARESTIS, DE PAULA e FERRARI-FILHO, 2009).

Como visto, a política cambial e monetária gerou uma intensa queda (mais de 10% em um ano) da relação entre a produção industrial e o PIB brasileiro. Houve um estreitamento das oportunidades de produção e das oportunidades de trabalho. Isso porque somente firmas e/ou setores já consolidados e com grande capacidade competitiva poderiam superar cinco anos da combinação de uma forte restrição ao crédito e possibilidade de investir em capacidade produtiva e à grande concorrência com os importados. Portanto, “Este efeito de caráter conjuntural reforça o efeito estrutural gerado pela maior abertura sobre o emprego industrial, intensificando a queda no nível de emprego” (NERI, CAMARGO e REIS, 2000, p. 16). Os efeitos se mostram mais presentes no setor industrial que, como bem comercializável, recebia um maior impacto da política cambial atrelada à política monetária.

No Brasil, já entre 1990 e 1995, houve uma perda de cerca de 2,1 milhões de postos de trabalho, dos quais 67% ocupados por trabalhadores com menos de 24 anos de idade, caracterizado como “desemprego de inserção”. Martins (2003), argumenta que desde a década de 80 o país vem perdendo um elevado número de empregos, alegando uma interferência do processo de avanço de tecnologia sobre esse efeito. Entretanto, o próprio autor reconhece que, no Brasil, alguns setores da economia, como indústria de calçados, têxtil, autopeças e TI, por exemplo, são mais vulneráveis à eliminação de empregos pela concorrência acirrada, inclusive “predatória” (MARTINS, 2003, p. 28), por parte de outros países, em virtude da

---

<sup>6</sup> O déficit de transação corrente, que era de US\$ 675 Milhões em 1993, passou para US\$ 25,4 Bilhões em 1999. Fonte: BCB.

liberalização associada a um câmbio pouco competitivo para o Brasil, como foi observado nesse período.

Primeiramente, a queda no emprego industrial foi compensada pelo aumento do emprego nos serviços e no comércio. Entretanto, a partir de 1997 esse fenômeno não foi mais observado, de forma que a taxa de desemprego passou a aumentar (NERI, CAMARGO e REIS, 2000).

Em resumo, o subperíodo 1994/98 foi caracterizado por um aumento dos rendimentos reais dos trabalhadores em todos os setores de atividade econômica, aumento do emprego nos setores comércio e serviços e queda do emprego no setor industrial. A taxa de desemprego caiu logo no início do processo de estabilização, devido ao aumento de demanda gerado pela drástica redução da taxa de crescimento dos preços, passando a aumentar a partir dos efeitos da crise do México (NERI, CAMARGO e REIS, 2000, p. 16).

Portanto, não diferente do que se postula a teoria heterodoxa, a política de moeda nacional valorizada associada à política monetária restritiva, começou, já em 1999, a demonstrar suas repercussões reais de longo prazo na economia. Aumento do desemprego, desestímulo ao investimento e queda da renda, como fatores macroeconômicos de primeira importância, se mostraram contemporâneo à perda de fôlego industrial, cuja importância e dimensão serão abordadas na terceira seção deste capítulo.

#### 4.1.3 O Desempenho da Balança Comercial e a Necessidade da Mudança de Política

Conforme esperado, a valorização cambial foi acompanhada por um rápido desequilíbrio externo, em virtude de um amplo crescimento das importações e um desempenho pouco expressivo das exportações. Entre 1995-1997 as importações cresceram a uma taxa média de 21,8% a.a., com as vendas no exterior crescendo a somente 6,8% a.a. (GIAMBIAGI, 2005).

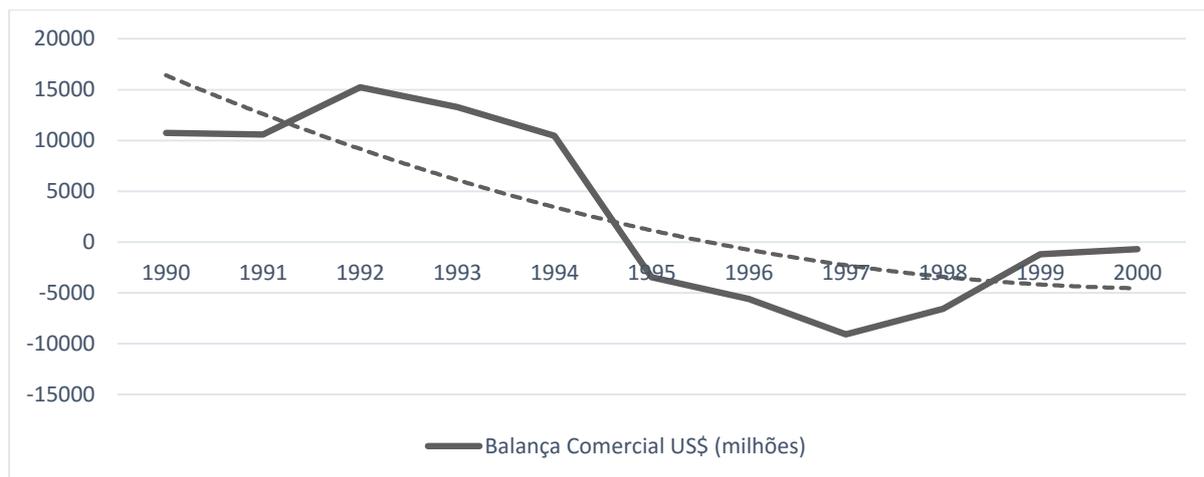


Gráfico 13: Balança Comercial em US\$ (Milhões) do Brasil, de 1990 a 2000. Fonte: IpeaData

Essa nova valorização do Real e a intensificação da abertura comercial, precipitaram o colapso das contas externas. [...] houve já em 1995 uma inflexão do saldo da balança comercial: de um superávit de US\$ 10.465 milhões em 1994, passa-se para um déficit de US\$ 3.465 milhões em 1995. O déficit na balança comercial, somado ao aumento do déficit na conta de serviços, produziram um aumento espetacular no déficit em transações correntes, que passa de US\$ 1.811 milhões em 1994, para US\$ 18.383 milhões em 1995. (DAINEZ, 2003, p. 139).

Ano	Balança comercial	Serviços	Rendas	Transferências Unilaterais	Transações Correntes
1993	13.298,8	-5.245,6	-10.331,5	1.602,4	-675,9
1994	10.465,5	-5.657,3	-9.034,5	2.414,1	-1.811,2
1995	-3.465,6	-7.483,0	-11.057,6	3.622,4	-18.383,7
1996	-5.599,0	-8.681,1	-11.668,4	2.446,5	-23.502,1
1997	-6.747,8	-10.646,0	-14.876,2	1.822,9	-30.447,2
1998	-6.608,9	-10.110,5	-18.188,9	1.458,0	-33.450,3
1999	-1.284,4	-6.976,9	-18.848,4	1.689,4	-25.420,3

Tabela 1: Em US\$ Milhões. Fonte: Banco Central do Brasil

A tentativa de atrair fluxo de capital pelo aumento da taxa de juros dos títulos da dívida pública, a fim de reequilibrar os resultados da balança comercial, como foi feito no Brasil na segunda metade da década de noventa, associada ao câmbio valorizado, combinam o aumento da dificuldade em investir em capacidade produtiva (via juros) e aumento da competição internacional (via câmbio), A fixação deste patamar cambial possui um tempo curto de vida, tendo em vista que “o governo dispõe

apenas de um estoque limitado de reservas” (JÚNIOR, DE PAULA e FERRARI-FILHO, 1999, p. 377) para mantê-lo. Portanto, a falta de sustentação de uma situação como tal é inquestionável.

Alguns fatores foram chaves para decretar a exaustão da âncora cambial, como: a desaceleração do crescimento econômico; o aumento do passivo externo; aumento exponencial da dívida interna (devido aos altos juros internos); a incerteza sobre a moeda nacional, devido às crises nos emergentes, como a mexicana, asiática, russa e argentina; a crescente necessidade de atrair capital especulativo para aliviar o rombo das transações correntes. Revelando, portanto, a inconsistência da política cambial, fazendo com que as empresas e as pessoas antecipem o colapso do regime cambial e ampliem as importações, reduzindo poupança privada<sup>7</sup> e produz um ataque especulativo à moeda nacional, resultando na fuga de capitais e a uma veloz desvalorização da moeda (CARDOSO, 2001; GOMES, 2009; JÚNIOR, DE PAULA e FERRARI-FILHO, 1999, DAINEZ, 2003, ARESTIS, DE PAULA e FERRARI-FILHO, 2009).

O FMI agiu na montagem de um rápido pacote de empréstimo, dando tempo para o setor financeiro brasileiro reduzir sua exposição externa. Entretanto, a antecipação mencionada acima retorna a pressionar a desvalorização da taxa de câmbio e, no dia 15 de janeiro de 1999, o real passou a flutuar livremente.

Não obstante, no período em que o câmbio estava nominalmente valorizado, os preços internos dos produtos comercializáveis foram amplamente controlados, muito em virtude de uma rápida convergência entre preços nacionais e norte-americanos, cuja relação se manteve estável durante toda manutenção da âncora cambial. Entretanto, da mesma forma que a inflação de produtos não comercializáveis destoava e permanecia elevada (apesar de em patamar muito inferior ao de antes do Plano Real) (NERI, CAMARGO e REIS, 2000), a desorganização da produção nacional, destrinchada nesta seção, possui a capacidade de exercer uma pressão futura maior sobre a inflação. Isso acontece pelo fato de que, quando o câmbio retorna a se valorizar, a produção nacional, estrangulada pelos anos de política monetária, volta ao papel de abastecer o mercado interno, causando uma série de pressões

---

<sup>7</sup> A poupança privada reduziu-se de 19,7% para 16,4%, enquanto a dívida líquida do setor público passou de 30,01% em 1994 para 44,54% em 1999 segundo o Boletim de Finanças Públicas do Banco Central do Brasil.

inflacionárias via oferta, fazendo com que as próprias prescrições ortodoxas de controle da inflação, por não perceber seus efeitos sobre as variáveis reais da economia, contaminem a inflação futura, exigindo um esforço contínuo no futuro para controlar o nível geral de preços.

## 4.2 METAS DE INFLAÇÃO E BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

O Brasil foi um dos inúmeros países que adotou uma política monetária baseada na ideia de um Banco Central independente utilizando a taxa de juros como instrumento de política monetária para alcançar seu objetivo de meta de inflação (ARESTIS e SAWER, 2005). Esta seção se dedica a analisar os efeitos da política de metas de inflação e da independência do Banco Central sob a ótica da não neutralidade da moeda, no período de 1999 a 2015 (ISMIHAM e OZKAN, 2004; LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012).

### 4.2.1 Metas de Inflação, Regra de Taylor e neutralidade da moeda

O Regime de Metas de Inflação é operado dentro de uma lógica apresentada pelo Novo Consenso de Política Monetária (NCPM, ou NCMP, na sigla em inglês), conforme apresentado por Arestis e Sawyer (2005, p. 7), inclui: taxa de juros como canal transmissor da política monetária; banco central independente; despreocupação com os possíveis efeitos da política monetária sobre os objetivos de outra política, entre outros fatores.

Apesar da lógica de neutralidade da moeda ser oriunda da TQM, o Regime de Metas de Inflação, usando os juros como mecanismo de transmissão da política monetária, passou a ser preferível ao controle dos Agregados Monetários, devido a uma não estável demanda e velocidade de circulação instável ou imprevisível da moeda, o que pôde ser entendido como uma “vitória dos keynesianos” (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012; ARESTIS e SAWYER, 2005).

Define-se, portanto, que o NCPM, de acordo com os argumentos levantados por Mollo, Silva e Torrance (2001), está, em seus pressupostos e prescrições, inserido no grupo que observa a moeda como neutra no longo prazo. Isto é, a moeda interfere nas variáveis como emprego, renda e investimento, entretanto, seu impacto é neutralizado por “contrapesos” econômicos no longo prazo, fazendo com que a moeda não seja um instrumento contundente de política econômica, caso a intenção seja crescimento no longo prazo. Ao contrário, o grupo sugere que somente a estabilidade de preços é capaz de gerar um ambiente macroeconômico favorável para o crescimento de longo prazo (ARESTIS, DE PAULA e FERRARI-FILHO, 2009).

Dentro do RMI, o objetivo é reduzir o hiato do produto, que ocorre quando o produto efetivo excede o produto potencial, o que, segundo a ortodoxia, aumenta a demanda agregada e pressiona os níveis de preço para cima. Dessa forma, um aumento da Selic faria com que o produto efetivo caísse (deixando inalterado o produto potencial, pelo fato de desacreditar em efeitos reais no longo prazo) e permitisse a desova de estoques e desaquecimento da demanda agregada.

Entretanto, o que não é previsto é que o produto potencial pode se reduzir ao longo do tempo, de acordo com a heterodoxia, tendo em vista a inibição do investimento, causado por um aumento de custos via juros real. Portanto, o uso dos juros como instrumento do RMI implicaria, para os heterodoxos, na redução, tanto do produto efetivo, quanto do potencial (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012), fazendo com que o hiato do produto se torne mais resistente à queda e, assim, aumente os custos sociais como emprego e crescimento.

No caso do Brasil, Hermann (2003) destaca que o aumento da Selic estimula a compra de Títulos Públicos, retirando capital fundamental para a realização do *funding* dos investimentos de média e longa maturação, impactando mais a relação com o crescimento de longo prazo. Isso ocorre pois o alto prêmio gerado pelos juros de curto prazo estimula a preferência pela liquidez dos poupadores, onde somente projetos com altíssima rentabilidade compensariam o prêmio pela liquidez (SALAMA, 1999).

Ainda, o RMI, operado pela Regra de Taylor, considera uma inflação causada pela demanda, negligenciando fatores de restrição ou custos de oferta sobre o aumento da inflação. Portanto, pôde ser encontrado, como mostrado nos gráficos abaixo, um aumento da inflação associado, ao mesmo tempo, com menores índices

de produção, uma vez que ela, aparentemente, é sobretudo de custos. Faz, portanto, com que a taxa de juros, apesar de sua reconhecida eficácia no controle da inflação não seja recomendada pois tal política atacaria o sintoma (os preços) e não a causa (os custos) (ARESTIS e SAWYER, 2005; ARESTIS, DE PAULA e FERRARI-FILHO, 2009; DAVIDSON, 1994 e WRAY, 1997). Lopes, Mollo e Colbano (2012) demonstram como a Regra de Taylor, ao supor a neutralidade, pode inibir o crescimento econômico, tornando-se discutível o uso do próprio mecanismo para o controle da inflação.

Para definir o impacto nas variáveis envolvidas na Regra de Taylor, isto é, definir se o RMI possui um efeito duradouro sobre o produto potencial, Lopes, Mollo e Colbano (2012) utilizam a metodologia dos Vetores Auto Regressivos (VAR), para estimar a relação entre as variáveis endógenas. Para isso, não foram utilizados cálculos lineares de suavização para definir o produto potencial (SOUZA JUNIOR, 2005; WOODFORD, 2001), pois estes modelos assumem o argumento de neutralidade da moeda. Logo, para o cálculo do produto potencial, foram utilizados os dados de utilização da capacidade instalada<sup>8</sup> (FEIJÓ, 2006) e dados de produção industrial<sup>9</sup> como *proxy* do produto efetivo.

Os resultados encontrados por Lopes, Mollo e Colbano (2012) indicam que, conforme supõe a teoria heterodoxa, não é possível aceitar a neutralidade da moeda tal como aparece na regra de Taylor, pois a taxa de juros causa, no sentido de Granger<sup>10</sup>, o produto potencial, que é o indicador de capacidade produtiva, mostrando que a moeda não é neutra.

“Se o aumento da taxa de juros afeta o produto efetivo tanto para ortodoxos como para heterodoxos, só para esses últimos ela afeta também o produto potencial” (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012, p. 295-296). Portanto, é esperado que o hiato

---

<sup>8</sup> “Nível de utilização da Capacidade instalada (NuCi): Utilização da capacidade instalada na indústria, dessazonalizado (%), da Confederação Nacional da Indústria, Indicadores Industriais (CNI).” (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012, p. 292)

<sup>9</sup> “Produção industrial (PiND\_efeTivo): Produção industrial da indústria de transformação — quantum — índice dessazonalizado. (média 2002 = 100), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Pesquisa Industrial Mensal — Produção Física (IBGE/PIM-PF).” (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012, p. 292)

<sup>10</sup> As hipóteses nulas, de ausência de causalidade do tipo Granger, são hipóteses de ausência de correlação temporal entre as variáveis analisadas e são geralmente rejeitadas com probabilidade inferiores a 10% (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012).

se reduza, para os primeiros, enquanto para os segundos é possível que o hiato não caia e, possivelmente, aumente, por redução do produto potencial.

As funções de impulso-resposta [...] mostram o mesmo resultado, a falta de impacto significativo sobre o hiato de produto proveniente de um choque na taxa de juros. Isso está relacionado com o impacto negativo que tem esse aumento sobre o produto potencial, compensando o impacto negativo que tem também sobre o produto efetivo. Torna-se possível, nessas circunstâncias, que a ausência do resultado esperado pela regra de Taylor com o aumento da taxa de juros sobre o hiato de produto sinalize para a política monetária, equivocadamente, que a taxa de juros tem que aumentar de novo quando, na verdade, a produção corrente está caindo e, portanto, não está pressionando a inflação, mas a taxa de juros derrubou também o produto potencial, ou a oferta, o que não aparece na regra de Taylor. Insistir, nessas condições, no aumento da taxa de juros é inadequado, o que torna discutível a regra de Taylor. (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012, p. 296).

#### 4.2.2 A independência do Banco Central reduz a inflação?

Para a execução do RMI, dentro do arcabouço teórico da NCPM, é necessária, a independência do Banco Central. De forma que o objetivo deste é a estabilidade do nível geral de preços, este não estaria sujeito à discricionariedade do governo, remetendo aos debates *bullionistas* do século XIX. Logo, para a ortodoxia, tendo em vista a neutralidade da moeda, essa prescrição se faz de primeira importância, de forma a atingir a meta inflacionária sobre outros objetivos econômicos.

A importância da independência, credibilidade e reputação do Banco Central sobre o desempenho da política monetária apoia-se nos trabalhos de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983). Ambos atestam que a consistência intertemporal influencia na formação da credibilidade acerca das ações do Banco Central no mercado financeiro, devido a um maior comprometimento em se manter os índices de baixa inflação.

Isso ocorre, pois, “os políticos são tentados a operacionalizar a política monetária para ganhos de curto prazo (manter baixo o desemprego) em detrimento das perdas de longo prazo (alta inflação)” (ARESTIS, DE PAULA e FERRARI-FILHO, 2009). Argumenta-se, portanto, que a independência do Banco Central ajuda a isolá-lo das políticas de inconsistência intertemporal, apesar de que, no longo prazo, os objetivos da política monetária coincidam com as preferências da sociedade, ou seja, dos governos eleitos (BERNANKE e GERTLER 1999).

A formação da credibilidade da autoridade monetária se torna essencial na medida em que, conforme apresentado por Barro e Gordon (1983), a partir dos anúncios das metas de quaisquer que sejam as políticas monetárias, os atores privados constroem suas decisões a partir de suas expectativas racionais (inflacionárias, por exemplo). Caso o governo introduza alguma política inflacionária, de modo a incrementar produto e emprego, após a indicação de uma inflação controlada, se essa política surpreender os agentes, cria-se uma situação de inconsistência intertemporal. Em um modelo populacional racional, o resultado da inconsistência é de que a população antecipe uma inflação maior do que a anunciada pelo Banco Central para o próximo período, causando um índice de inflação maior do que o socialmente desejável sem os ganhos em termo de produto e emprego (BODEA, 2010).

No Regime de Metas de Inflação, a estabilidade de preços é o principal objetivo a ser alcançado a longo prazo. Como o Banco Central depende de seus canais de transmissão para determinar sua influência na política monetária, é argumentado que:

Devido ao papel fundamental que as expectativas do público desempenham nesse sistema, a reputação e a credibilidade tornam-se fatores indispensáveis para o sucesso desse regime monetário. Assim, medir a credibilidade da política monetária se faz relevante na condução de um regime de metas para inflação (MENDONÇA e SOUZA, 2007).

Diversos trabalhos empíricos demonstraram a correlação positiva entre a independência do Banco Central e o controle inflacionário (ALESINA e SUMMERS, 1993), seguindo o trabalho pioneiro de Rogoff (1985). Baghestani e Marchon (2012) argumenta que países em desenvolvimento, a credibilidade gerada a partir da

independência do Banco Central é vital, tendo em vista que nesse grupo de países a autoridade monetária tende a possuir uma menor credibilidade perante o mercado financeiro acerca da estabilidade monetária.

No Brasil, como apontam Baghestani e Marchon (2012), o Banco Central soube ancorar as expectativas privadas acerca do nível de inflação, em uma demonstração de uma construção de credibilidade. Segundo Balbino Colla e Teles (2011), esse aumento de credibilidade ajudou a reduzir os custos de controle da inflação, observando dois momentos distintos da economia brasileira, 2002 e 2008, onde o país passou por um momento de alta volatilidade externa e choques externos. Segundo os autores, diferentemente de 2002, apesar da maior magnitude dos choques externos, em 2008 não houve nenhum rompimento da meta de inflação, necessitando de um esforço menor em termos de juros para manter a estabilidade de preços.

Entretanto, evidências empíricas nos países emergentes indicam uma relação menos clara entre essas duas variáveis e uma menor robustez dos que os resultados encontrados em países desenvolvidos (CAMPILLO e MIRON, 1997; FORDER, 1998; KING e MA, 2001; ARESTIS, DE PAULA e FERRARI-FILHO, 2009).

Como observado na seção anterior, o uso da Meta de Inflação pela regra de Taylor é altamente discutível, devido ao fato de uma má interpretação da variação do hiato do produto sinalizar um aumento da taxa de juros não desejável. Essa prescrição possui um efeito ainda maior em economias cuja autoridade monetária é independente, pois, tendo em vista que seu principal objetivo é a estabilidade de preços, a AM tende a ser mais conservadora do que o governo eleito, que também possui grande preocupação com crescimento e emprego (ISMIHAM e OZKAN, 2004).

Balbino, Colla e Teles (2011) analisaram dois períodos de implantação do RMI no Brasil, o período de 1999 a 2002, onde o Banco Central estava sob o comando de Armínio Fraga e 2003 a 2009, sob gestão de Henrique Meirelles. Os autores perceberam que no segundo momento, houve um controle muito superior sobre os níveis de preço (inflação entre 3% e 9%) do que no primeiro, onde a inflação variou entre os 6% e os 12,5%, estourando a meta inflacionária frequentemente.

Balbino, Colla e Teles (2011) utilizam o VAR com parâmetros e matriz de variância, utilizando dados trimestrais do IPCA, hiato do produto<sup>11</sup> e a Selic, para verificar se a diferença da taxa de inflação foi causada por uma mudança no comportamento do Banco Central do Brasil ou pela ausência de choques externos. Essa definição possui importância para verificar se houve um conservadorismo associado à independência do Banco Central, como indica Ismiham e Ozkan (2004), de modo a afetar o investimento, produto e emprego no longo prazo.

Entretanto, não foi identificada uma mudança na condução da política monetária entre os dois períodos, nota-se, portanto, que a estrutura de resposta da taxa de juros foi quase idêntica em termos de resposta de choques na inflação. Balbino, Colla e Teles (2011) indicam que uma possível explicação para a mudança da tendência da taxa de inflação, mantidas as magnitudes de reação do Banco Central, seja o aumento da credibilidade do BC associado à uma manutenção do padrão de resposta, convergindo as expectativas e diminuindo o esforço em termos de juros. Estes mesmos autores, porém, afirmam que apesar dos esforços necessários para o controle inflacionário serem menores no período Henrique Meirelles, onde a autoridade monetária poderia reduzir os esforços em termos de juros, houve uma manutenção desnecessária (semelhante à do período de baixa credibilidade) do alto nível dos juros, indicando princípios de grande conservadorismo, como indica a figura 2:

---

<sup>11</sup> Diferença entre o Produto Interno Bruto, mensurado pelo IBGE, e o produto potencial estimado a partir de um filtro Hodrick-Prescott.

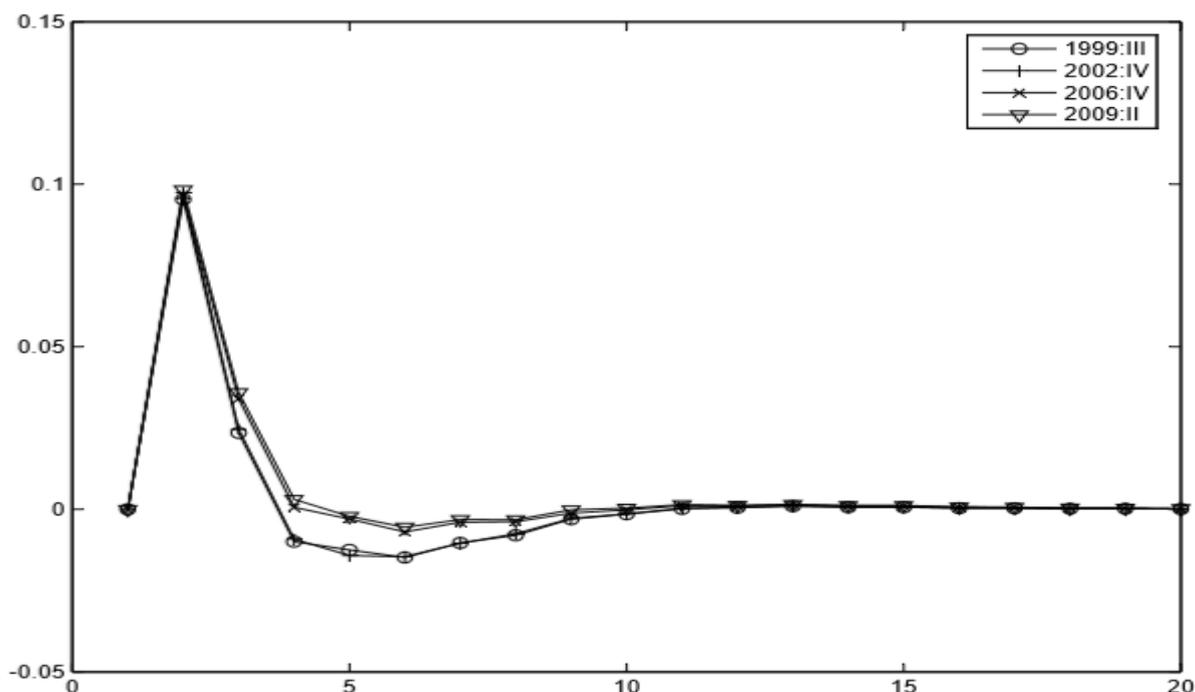


Figura 1: Funções de resposta ao impulso da inflação para choques de política monetária. Fonte: Balbino, Colla e Teles (2011).

Ismiham e Ozkan (2004) concentram a crítica à independência do Banco Central para o âmbito da economia do setor público. O conservadorismo associado ao BC reduz o financiamento e investimento público, aumentando o custo da dívida pública, que está diretamente ligada à Selic, impactando a capacidade produtiva da economia. No caso brasileiro, como o pagamento da dívida pública possui um prazo de vida média de 6,61 anos<sup>12</sup>, sendo que 23,4% possui prazo de vencimento de apenas 12 meses, em Setembro de 2015, como demonstrado no gráfico abaixo. Ademais, o Brasil é o país cujos juros apresentam maior peso na dívida entre os países do G20 (Fonte: Economist Intelligence Unit), a alta dos juros traz um impacto bilionário sobre a dívida pública a curto prazo (COSTAS, 2015), um aprofundamento da crítica de Ismiham e Ozkan (2004).

<sup>12</sup> Presente em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/web/stn/a-divida-em-grandes-numeros>; a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna, que representa 94% da Dívida Pública Federal, possui um prazo de maturação ainda menor, de 4,47 anos.

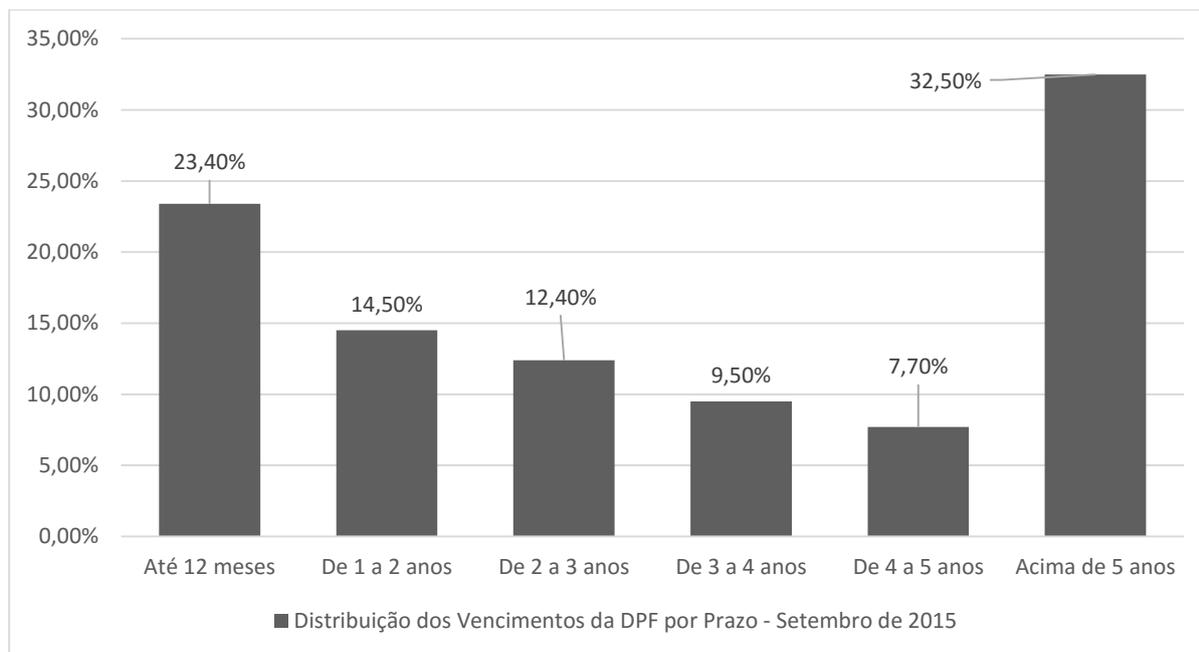


Gráfico 14: Distribuição dos Vencimentos da DPF por Prazo - Setembro de 2015. Fonte: Tesouro Nacional

Entretanto, no caso brasileiro, essa crítica extrapola o setor público, pois, como visto, a Selic é um canal de transmissão da política monetária que afeta uma parte considerável dos meios de financiamento (PINHEIRO e MOURA, 2002), impactando não somente os investimentos públicos, mas também os investimentos privados, associado à performance do produto potencial brasileiro (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012).

A crítica ao uso da regra de Taylor já possui fundamentação presente nesta monografia e se torna ainda mais discutível quando há indícios de uso desnecessário e aprofundado desta prescrição. Autores como Resende (2011), Lopes (2011) e Delfim Neto (LIRIO, 2011) são unânimes, por exemplo, em afirmarem que a resposta do Banco Central na crise de 2008/2009 mostrou-se como uma oportunidade perdida em abaixar a taxa de juros interna, avaliada como erro de resposta do Banco Central. O que destaque nesta seção é que o *modus operandi* independente do BC leva a um conservadorismo desnecessário (ISMIHAM e OZKAN, 2004; BALBINO, COLLA e TELES, 2011), que amplia os problemas já associados ao RMI, fazendo com que, ao contrário do indicado, a independência do Banco Central não seja um fator indiscutível.

### 4.3 A HIPÓTESE DE PREBISCH-SINGER E O PATAMAR CAMBIAL

A presente seção demonstra os efeitos do aprofundamento da deterioração dos termos de troca no Brasil, que acompanhou a tendência de alta global nos preços das *commodities* e o chamado “Efeito China”, no período de 2006 a 2015. Aqui verificaremos a crítica ao regime de câmbio flutuante, adotado a partir de 1999, e como ele se relacionou ao efeito da deterioração dos meios de troca. Para isso, serão utilizados, principalmente, os trabalhos de Schmiedecke (2008), Toyé e Toyé (2003), Prebisch (1950), Singer (1950), BCB (2009 e 2015) e Broda (2004).

#### 4.3.1 A Deterioração dos Termos de Troca

A tese da Deterioração dos Termos de Troca, elaborado simultaneamente por Raul Prebisch (PREBISCH, 1950) e Hans Singer (SINGER, 1950), indica uma tendência histórica dos países periféricos (produtores e comercializadores de produtos com baixo valor agregado) a não se beneficiarem dos frutos do progresso técnico. Existindo, pois, um desequilíbrio intrínseco ao comércio internacional que contradiz qualquer premissa de divisão internacional do trabalho, como resume abaixo:

The Prebisch-Singer thesis is generally taken to be the proposition that the net barter terms of trade between primary products (raw materials) and manufactures have been subject to a long-run downward trend” (BRODA, 2004, p. 437).

É observado que o comércio global reflete a posição de uma economia na dinâmica centro-periferia. Os países do centro possuem um grande desenvolvimento de P&D e possuem uma pauta exportadora com alto valor agregado e intensidade tecnológica, ao passo que países periféricos ocupam uma posição marginal em termos de produtividade e inovação, cuja dinâmica exportadora não apresenta alto valor agregado e é dominada pela pauta de produtos primários (AMADO e DÁVILA-FERNÁNDEZ, 2014).

Considera-se que o crescimento do produto doméstico nos países em desenvolvimento é limitado pela elasticidade-renda dos produtos exportados, uma vez que há uma escassa oferta de divisa estrangeira, relacionada com o desempenho das exportações, para satisfazer as necessidades de importação da economia, como bens de capital ou mesmo, bens de consumo e serviços.

Para avaliar a diferença do desempenho econômico de países exportadores de produtos industriais e exportadores de produtos primários, é necessário distinguir as principais diferenças entre eles. A primeira está relacionada à diferença entre a elasticidade renda. Produtos primários possuem uma elasticidade menor que uma unidade, indicando uma queda relativa de demanda quando há um acréscimo de renda. Isso pois, de acordo com a Lei de Engel, há uma saturação da demanda para bens básicos, enquanto que, para bens manufaturados, a elasticidade é maior que uma unidade, desde que esses produtos se apresentem na fronteira tecnológica (PREBISCH, 1959).

A segunda diferenciação, que é o cerne da hipótese de Prebisch-Singer de deterioração dos termos de troca. Argumenta-se que há uma deterioração secular dos termos de troca em favorecimento dos produtos industriais. Algumas hipóteses sustentam a aparição desse fenômeno, como: a existência poder de mercado no ramo industrial, em contraste com a grande competitividade no setor de *commodities*; diferentes elasticidades renda entre produtos primários e industriais; distribuição desigual de capital humano e especialização e assimetria no mercado de trabalho entre centro e periferia (SINGER, 1950; OCAMPO e PARRA, 2003).

Singer (1950) é um maior defensor da primeira diferença. Sua conclusão torna-se bastante intuitiva. Assumindo que o progresso técnico se concentra na atividade industrial, possibilita-se que as firmas nos países centrais exerçam um poder de monopólio, que não pode ocorrer na atividade primária.

Enquanto Prebisch (1950) indica que o baixo crescimento histórico da demanda por *commodities*, associado com a grande existência de excedente, gera uma deterioração de salários, caracterizado pela lenta deterioração econômica (AMADO e DÁVILA-FERNANDEZ, 2014). Ocampo e Parra (2003), entretanto, não encontraram evidências de que há, ao analisarem os preços das *commodities* entre 1920 e ao ano 2000, uma deterioração ininterrupta dos termos de troca, como aponta a hipótese de

Prebisch-Singer. Apesar disso, observaram que houve uma deterioração notável nos preços dos produtos primários no século vinte, como indica a tabela figura abaixo:

Commodity	1920-1930	1980-1990	1900-2000	1900/1904-1996/2000	
				Annual	Cumulative
Aluminium	1.8	2.8	-1.1	-1.3	-71.7
Bananas	5.8	0.1	0.0	-0.1	-7.5
Beef	-0.2	-6.6	1.0	0.9	134.6
Cocoa	-0.7	-9.5	-1.3	-1.0	-61.8
Coffee	0.4	-8.3	-0.1	0.4	45.3
Copper	1.4	-1.1	-0.7	-0.6	-46.0
Cotton	-3.0	-6.1	-1.0	-1.1	-66.0
Jute	-0.9	0.6	-0.4	-0.7	-30.4
Lamb	-0.1	-3.9	1.6	1.7	399.3
Lead	0.7	-4.2	-0.8	-0.3	-48.0
Leather	-4.7	1.3	-0.8	-1.1	-63.6
Maize	-1.2	-5.3	-0.8	1.2	-61.9
Palm oil	-2.8	-2.8	-0.3	0.0	-1.3
Rice	3.7	-6.9	-1.3	-1.2	-66.9
Rubber	-9.5	-7.9	-2.8	-2.8	-93.4
Silver	-5.3	-16.2	-0.3	-1.0	-23.8
Sugar	-16.8	-10.5	-1.3	-1.1	-65.4
Tea	7.6	-4.0	-0.7	0.7	-56.2
Timber	-2.2	-1.5	1.1	-1.5	208.1
Tin	0.1	-10.2	0.1	0.2	15.4
Tobacco	-2.7	-0.4	0.8	-0.7	100.4
Wheat	-4.5	-3.1	-0.6	-0.9	-46.4
Wool	-3.1	-5.5	-1.2	-0.4	-76.6
Zinc	-0.9	4.7	0.3	0.1	5.9
<i>Index</i>					
GYCPI	-3.9	-4.4	-0.7	-0.7	-47.8
GYCPI'	-3.7	-4.2	-0.8	-0.8	-55.4
GYCPI''	-4.9	-6.5	-0.9	-1.0	-60.2
GYCPI'''	-5.1	-6.1	-0.4	-0.7	-49.3
Foods	-5.2	-7.8	-0.8	-0.7	-49.8
Non-foods	1.2	5.1	0.0	-0.2	-14.6
Metals	5.5	0.9	-0.1	-0.1	-7.1
<i>The Economist</i>	-3.4	-2.5	-1.0	-1.0	-60.1

Figura 2: Preços das commodities deflacionadas pelo índice Manufactured Unit Value (MUV) das Nações Unidas entre 1920 e 2000. Fonte: Grilli e Yang (1988)

#### 4.3.2 O Efeito China, a reprimarização da pauta exportadora e o nível de câmbio

A China, a partir dos anos 80, apresentou um crescimento do produto muito mais forte do que qualquer país ou grupo de países, como indicado na tabela abaixo. Como efeito, o país entrou de forma muito significativa no comércio global, forçando tendências comerciais entre todos os países (SCHMIEDECKE, 2008).

	1980-1990	1991-2000	2001-2010	2011-2014
<i>Mundo</i>	1,60%	1,80%	2,30%	2,50%
<i>China</i>	8,30%	9,30%	10,50%	8,10%
<i>EUA</i>	3,30%	3,40%	1,60%	2,10%
<i>Brasil</i>	2,40%	2,60%	3,60%	2,10%

*Tabela 2: Crescimento do Produto mundial em % por período. Fonte: Banco Mundial, Indicadores de Desenvolvimento Mundial, 2015. Elaboração Própria.*

O rápido crescimento chinês causou grandes modificações nos preços de produtos em geral no mercado internacional. Em grande parte dos casos, a China está envolvida em declínio dos preços onde o país participa como exportador. Entretanto, ao se tratar de produtos necessários para o abastecimento chinês, houve um aumento generalizado dos preços dos produtos no mercado internacional, pelo súbito aumento de preços.

Utilizando os metais como exemplo, o crescimento da demanda global foi de 17% em 1993 para 25% em 2003, entre 2000 e 2003 o aumento da participação da China na demanda global de alumínio, aço, níquel e cobre foi de 76%, 95%, 99% e 100%, respectivamente. O preço destas *commodities* disparou, por exemplo como o preço do aço laminado, que de US\$ 140/ ton em 2002, foi a US\$ 500/ ton em 2004 (SCHMIEDECKE, 2008).

Houve, portanto, um aumento da atratividade para o setor primário que, conforme indica a hipótese Prebisch-Singer, acumulava uma depreciação secular (GRILLI e YANG, 1988). Essa atratividade ocasionou em uma mudança na estrutura produtiva de países como o Brasil, cuja capacidade de ofertar rapidamente *commodities* fez com que ele se adequasse à nova demanda mundial de produtos.

Portanto, no caso brasileiro, começou a haver uma inversão da pauta exportadora, patrocinada pela demanda chinesa e pela valorização do real, que indica um forte caso de piora da qualidade da exportação, que, a partir de 2010, torna-se majoritariamente de produtos básicos.

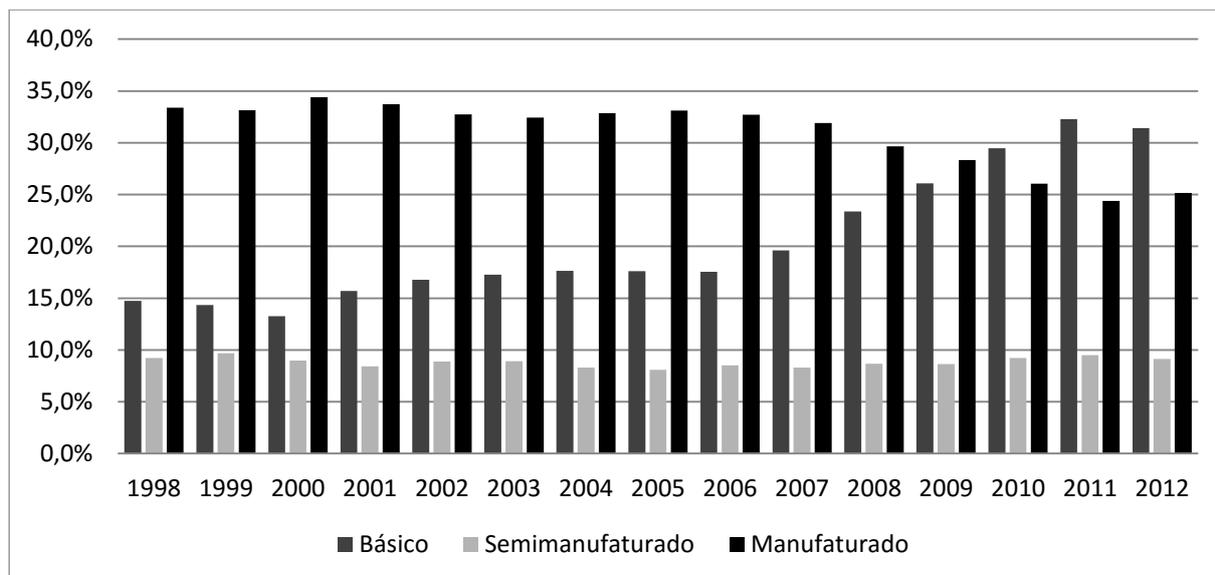


Gráfico 15: Exportação Brasileira por fator Agregado (%) US\$ FOB. Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração Própria

Conforme já enunciado em capítulos anteriores, a partir de 1999 a taxa de câmbio brasileira tornou-se flutuante e influenciada por diversos fatores econômicos, monetários e não monetários, como taxa de juros e balança comercial. Nas últimas duas décadas e meia o Brasil possuiu um histórico alto de taxa de juros e, em 2015, está entre as maiores taxas de juros real no mundo (Fonte: TradingEconomics, Banco Mundial). A taxa de juros atrai, de forma análoga a como se estabeleceu na década de 90, capital estrangeiro, aumentando a oferta interna de capitais e apreciando o câmbio nacional.

Associado ao efeito dos juros sobre o câmbio, foi verificado que os preços internacionais das *commodities* e a taxa de câmbio vêm registrando movimentos inversos, segundo relatório do Banco Central do Brasil (2015). A correlação entre as cotações e da moeda pode ser relacionado pelos termos de trocas dos países exportadores desses produtos, afetando o fluxo cambial, segundo a entidade.

Notadamente, os efeitos dos termos de troca podem afetar a atratividade dos investimentos estrangeiros sobre os ativos, impactando a moeda via mudança do fluxo de capitais. Como observado no gráfico 15, há uma mudança no sentido do crescimento da exportação de bens básicos em 2005, ano coincidente em que o Banco Central começou a observar a coincidência das variações inversas dos preços internacionais das *commodities* com a taxa de câmbio brasileira, indicando, portanto, uma alta correlação entre essas variáveis.

Em outro relatório do Banco Central do Brasil (2009), há uma verificação de que a taxa cambial tendeu a se valorizar, a partir de 2005, quando se observava uma deterioração dos termos de troca, comportamento inverso do que foi observado, por exemplo, na década de 80.

O efeito do câmbio apreciado<sup>13</sup>, valorização dos produtos básicos frente à queda de preços internacionais dos manufaturados (SCHMIEDECKE, 2008) e taxa de juros real entre as maiores do mundo possui um efeito intuitivo sobre o desempenho da indústria no país e semelhante ao ocorrido entre 1994 e 1999.

Os efeitos podem ser elencados pelos seguintes aspectos: (i) a taxa de juros real alta permite somente inversões em projetos com alta rentabilidade (JÚNIOR, FERRARI-FILHO e DE PAULA, 1999), o que não era o caso dos bens manufaturados, industriais e com maior valor agregado, observando a queda dos preços internacionais e menores expectativas de retorno; (ii) o mercado internacional incentivava uma maior destinação dos investimentos para o setor de bens básicos e *commodities*, pelo excesso de oferta chinesa de bens manufaturados e o *boom* da demanda e dos preços dos produtos primários e (iii) a alta concorrência dos bens manufaturados, também oriundos da China, e aprofundamento da concorrência (análoga à década de 90) pela apreciação da taxa cambial, barateando os produtos importados.

Resultado disso foi o aprofundamento das expectativas sobre a produção industrial, redução da confiança dos empresários da indústria de transformação e redução do planejamento dos recursos previstos, segundo a CNI, afetando a participação da indústria no produto, de forma quase ininterrupta desde 2005 (com exceção de 2010) e afetando também a remuneração e emprego neste setor, como indicam os gráficos abaixo.

---

<sup>13</sup> A taxa de câmbio estava, em 2005, na média de 2,43. A partir disso, encontrou seu ponto mínimo em 2011, a 1,67 em média e, somente a partir de 2014, muda novamente de patamar, convergindo para a média de 3,14 em 2015, com dados do Banco Central até o dia 22 de setembro.

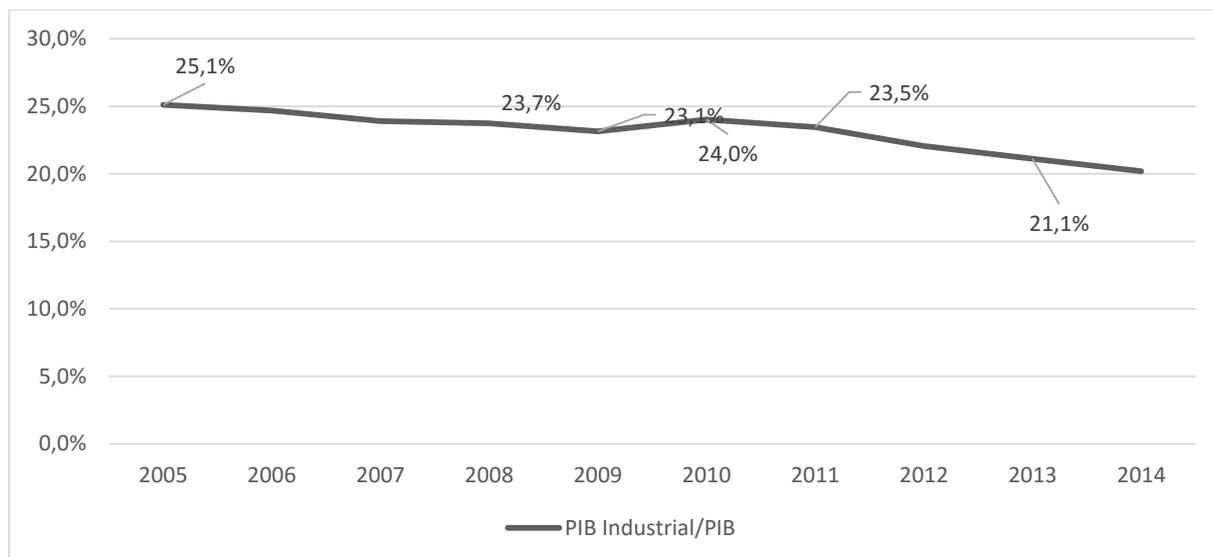


Gráfico 16: PIB Industrial/PIB de 2005 a 2014. Fonte: SIDRA/IBGE. Elaboração própria

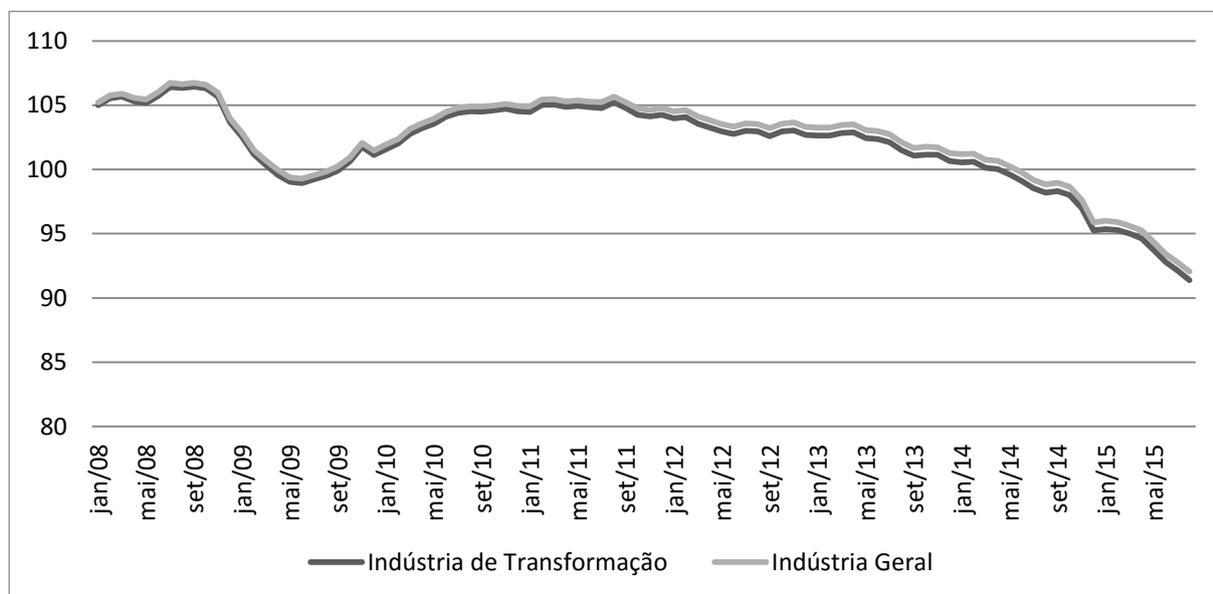


Gráfico 17: Pessoal ocupado assalariado (Número Índice, Base: janeiro de 2001=100). Fonte: SIDRA/IBGE. Elaboração própria

A composição do comércio internacional é uma variável não monetária em que o Brasil não possui controle para que sejam reduzidos os impactos na economia interna. Entretanto, a heterodoxia postula que o uso do câmbio e juros, poderiam ser articuladas de modo a interromper ou reduzir os impactos da deterioração dos termos de troca brasileiros sobre o produto, a renda e o emprego. Entretanto, como o Plano Real possui pressupostos de neutralidade da moeda, não seria coerente utilizar ambos os mecanismos como política econômica de incentivo à produção.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Retoma-se nesse trabalho de monografia o antigo debate entre neutralidade e não neutralidade da moeda, que divide, ainda hoje, os economistas em dois grandes grupos, heterodoxos e ortodoxos. Apesar do NCPM, o tema permanece atual, tanto na formação das políticas econômicas, que indicaram o uso do câmbio fixo e política monetária dependente, entre 1994 e 1999 e o uso do câmbio flutuante e o RMI, orientado pela Regra de Taylor, entre 1999 e 2015.

A crítica feita à ortodoxia, mais particularmente ao Plano Real, como fruto desta corrente de pensamento, é de que, se utilizada a noção de não neutralidade da moeda, os efeitos das políticas de estabilização tornam-se discutíveis, por gerarem uma penalidade ao crescimento, ao produto, à qualidade e estrutura do mercado de trabalho, assim como outras variáveis reais de grande importância abordadas no texto, como a pauta exportadora.

Segundo a neutralidade da moeda no curto prazo, a taxa de câmbio fixa deverá fazer convergir os preços internos ao preço internacional, ao mesmo tempo que retira a autonomia do Banco Central de utilizar sua política monetária e cambial para gerarem crescimento, de forma a estabilizar o processo inflacionário da década anterior. Entretanto, foi observado que, apesar do sucesso na estabilização do nível geral de preços, houve uma perda associada ao desempenho econômico. O aumento no desemprego, aumento da dependência externa no que tange tecnologias de produção, bens de capital e insumos, perda de fôlego da produção nacional e por fim, a eliminação de setores produtivos, foram as principais causas na economia real oriundas da associação entre o câmbio fixo e a moeda nacional valorizada e a política monetária contracionista do Banco Central.

Posteriormente, a Regra de Taylor, que opera o Regime de Metas de Inflação, supõe que o produto potencial não pode ser afetado pela alteração do juros e que os juros devem elevar-se sempre que há um aumento do hiato do produto, eliminando pressões de demanda e controlando a inflação. Como para os heterodoxos a moeda não é neutra, o produto potencial também é afetado pela taxa de juros. Dessa forma, o aumento dos juros pode não levar a uma resposta clara da relação do hiato do produto, elevando os custos sociais do RMI. Ademais, observa-se que o Banco Central independente, que não considera o crescimento como variável objetivo,

umenta ainda mais os custos de se manter esse tipo de regime. O que, no Brasil, faz com que a taxa de juros real esteja historicamente entre as mais altas do mundo.

Por fim, a adoção do câmbio flutuante pelo Tripé Macroeconômico, expôs a produção nacional ao comércio predatório chinês. Onde o investimento já se apresenta debilitado pela alta taxa de juros reais, que ainda repercutem sobre o câmbio, valorizando-o, pela falta de política cambial, houve um processo de reprimarização da pauta exportadora, onde a elevação dos preços das *commodities* atuou ainda mais sobre a valorização cambial, causando, como observado, uma deterioração dos termos de troca.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALESINA, A. e SUMMERS, L. H. **Central Bank Independence and macroeconomics performance: some comparative evidence.** *Journal of Money, Credit and Banking*, v. **25**, p. 151-162, 1993.

AMADO, A. e DÁVILA-FERNANDEZ, M. **Conciliating Prebisch-Singer and Thirlwall: An assessment of the dynamics of terms-of-trade in a BOPC growth model.** 3ª Edição Prêmio Ministério da Fazenda de Economia, 2014.

ANBIMA, Estrutura a Termo das Taxas de Juros Estimada e Inflação Implícita Metodologia. Abril, 2010.

ARESTIS, P., DE PAULA, L. F., e FERRARI-FILHO, F. **A nova política monetária: Uma análise do regime de metas de inflação no Brasil** Assessing the inflation targeting regime in Brazil. *Economia E Sociedade*, V. 18(1), 1. 2009.

ARESTIS, P. e SAWYER, M. **New consensus monetary policy: An appraisal.** In: P. Arestis, M. Baddeley & J. McCombie (eds.) *The New Monetary Policy*. Chaltenham: Edward Elgar. 2005.

BAER, W. **Economia Brasileira.** 3ª Ed., São Paulo, Editora Nobel, p.244 -269. 2008.

BAGHESTANI, H. e MARCHON, C. **An evaluation of private forecasts of interest rate targets in Brazil.** *Economic Letters*. V. 115 (1), p. 352-355. 2012.

BALBINO, C. E., COLLA, E. e TELES, V. K. **A Política Monetária Brasileira sob o Regime de Metas de Inflação.** *Revista Brasileira de Economia*, v. 65 (2), p. 113-126, Rio de Janeiro, Abr-Jun 2011.

BANCO DO BRASIL. **Efeitos dos Termos de Troca sobre a Taxa de Câmbio Real no Brasil.** *Relatório de Inflação*, Dezembro 2015.

BANCO DO BRASIL. **Influência dos Preços de Commodities sobre o Repasse Cambial.** *Relatório de Inflação*, Março 2015.

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. **A positive theory of monetary policy in a natural rate model.** *Journal of Political Economy*, v. 91, n. 3, p. 589-619, 1983.

BASU, K. **How to devalue exchange rates, without building up reserves: Strategic theory for central banking.** *Economic Letters*. V. 117, p. 758-761. 2012.

BATINI, N. LAXTON, D. **Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets.** Central Bank of Chile Working Papers 406, 2006.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. **Monetary policy and asset price volatility.** Em: *New Challenges for Monetary Policy*, Proceedings of the Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Aug. 26-28, 1999.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia: Teoria e Política Econômica**, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 1999.

BLAUG Mark. **História do Pensamento Econômico.** 1º Volume. Lisboa: Dom Quixote. ,1989.

BODEA, C. **Exchange Rate Regimes and Independent Central Banks: A Correlated Choice of Imperfectly Credible Institution.** *Cambridge Journals Online*, V. 64, p. 411-442, Julho-2010.

BRITO, R.D., BYSTEDT, B. **Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence.** *Journal of Development Economics* **87**, p. 198–210. 2010.

BRODA, C. **Terms of Trade and exchange rate in developing countries.** *Journal of International Economics*, V. **63**, p. 31-58, 2004.

CAMPILLO, M. MIRON, J. **Why does inflation differ across countries?** Em: ROMER, C. D. e ROMER, D. H., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy.* University of Chicago Press, p. 335-362, Chicago, 1997.

CARDOSO, E. **A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível.** *Revista de Economia Política*, V. **21**, nº 3 (83), p.146-167. Julho-Setembro/ 2001.

CARVALHO, F.J.C. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política.** 2ª Ed. Campus, 2007.

COSTAS, R. **Alta de juros terá impacto bilionário na dívida pública.** *BBC*, São Paulo, 21 Janeiro/2015. Disponível em: [http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/01/150121\\_juros\\_selic\\_ru](http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/01/150121_juros_selic_ru). Acessado em: 05 nov./2015.

DAINEZ, V. I. **Inserção Internacional e Mercado de Trabalho – O Brasil nos Anos 90.** 2003. Tese (Doutorado em Economia Social e do Trabalho) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, Março-2003.

DAVIDSON, P. **Post Keynesian Macroeconomic Theory.** Cheltenham: Edward Elgar. 1994.

DE PAULA, L. F., SARAIVA, P. J. **Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil.** *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, v.**36**, n.128, p.19-32, Curitiba, Janeiro/Junho-2015.

FEIJÓ, C. A. **A medida de utilização de capacidade: conceitos e metodologias.** *Revista de Economia Contemporânea*, v. **10**, p. 611-629. 2006.

FERRARI-FILHO, F. **O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico?** *Programa de Pós-Graduação Universidade Federal do Rio Grande do Sul*, 2001.

FERREIRA, G.G. e COLBANO, F.S. **Taxa de Juros Real de Equilíbrio Para o Brasil**. *Textos para Discussão, TD 001*, Tesouro Nacional, 2012.

FISHER, I. **The Theory of Interest**. Nova Iorque: The MacMillan Company, 1930.

FLEMING, J. M. **Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates**. IMF Staff Papers 9: 369–379, Nova Iorque, 1962.

FORDER, J. **Central Bank Independence: conceptual clarifications and interim assessments**. *Oxford Economic Papers*, v. 50, p. 307- 334, 1998.

FRIEDMAN, M. **The case for flexible exchange rates**. Essays in Positive Economics, Chicago: University of Chicago Press. 1953

GIAMBIAGI, F (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2005.

GOMES, D. C. **Estrutura produtiva e emprego industrial no Brasil dos anos 90**. 2009. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009.

GRILLI, E. e YANG, M. C. **Primary commodity prices, manufactures goods prices and the terms of trade of developing countries: What does the long run shows**. The World Bank Economic Review, V. 2, p. 1-48. 1988.

HARVEY, J.T. **Orthodox Approaches to Exchange Rate Determination: A Survey**. *Journal of Post Keynesian Economics*, V. 18 (4), p. 567-583, 1996.

HERMANN, J. **Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil**. Em: Sicsú, João; Oreiro, José L.; de Paula, Luiz F. (orgs.). Agenda Brasil – Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços. Barueri: Manole/Fundação Konrad Adenauer, pp. 241-293. 2003.

HUNT, E.K. **História do Pensamento Econômico**. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.

ISMIHAN, M. e OZKAN, F.G. **Does central bank independence lower inflation?**. *Economic Letters*, V. 84, p. 305-309. 2004.

JUNIOR, A. J. A., FERRARI FILHO, F. e DE PAULA, L. F. **Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional**. Em CHESNAIS, F. *A Mundialização Financeira (Gênese, custos e riscos)*. Ed. Xamã VM Ltda., p. 369-400. São Paulo, 1999.

KEYNES, J.M. **The Theory of The Rate Interest**. Em WRAY, L.R. *Theories of Money an Banking: Alternative Approaches to Money, Financial Institutions and Polocy*. **V. 2** p. 289-296. 1937 [2012].

KING, D. e MA, Y. **Fiscal decentralization, central bank independence and inflation**. *Economic Letters*, v. **72**, p. 95-98, 2001.

KREGEL, J.A. **Irving Fisher, Great-Grandparent of the General Theory: Money, Rate of Return over Cost Efficiency of Capital**. *Cahiers d'Economie Politique*, p. 59-68. 1988.

KRUGMAN, P. R. **Has the Adjustment Process Worked?** Washington: Institute for International Economics. 1991.

KYDLAND, F. e PRESCOTT, E. C. **Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans**. *Journal of Political Economy*, **V. 85(3)**, p. 51-80, 1977.

LACERDA, A. C. **Economia Brasileira**. 4 Ed. Rio de Janeiro, Ed. Saraiva, 2010.

LEVY-YEYATI, E.; STURZENEGGER, F. e REGGIO I. **On the endogeneity of exchange rate regimes**. *European Economic Review*. **V. 54**, p. 659-677. 2010.

LIRIO, S. A. **Keynes sofre o mesmo destino de Marx**. *Carta Capital*, São Paulo, ano XVIII, nº 670, 18 Agosto/ 2011. Disponível em: <http://www.cartacapital.com.br/economia/'keynes-sofre-o-mesmo-destino-de-marx'/%3E>. Acessado em: 25 set. 2015.

LOPES, F. **Risco cambial, besouros e borboletas**. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 15 Junho/2011. Disponível em: <http://www.valor.com.br/arquivo/893453/sobre-risco-cambial-besouros-e-borboletas>. Acessado em: 4 nov. 2015.

LOPES, M. L. M., MOLLO, M. L.R. e COLBANO, F.S. **Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana.** *Revista de Economia Política.* V. 32 nº 2 (127), p. 282-304. 2012.

MARTINS, G. R. dos S. **Mercado de Trabalho, Economia Informal e Políticas Públicas: Brasil – Anos 90.** 2003. Tese (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003.

MCKINNON, R. I. **Monetary and exchange rates policies for international financial stability: a proposal.** *Journal of Economic Perspectives,* V.2. p. 83-103. 1988.

MENDONÇA, H. F. de e SOUZA, G. J. de G. **Credibilidade do Regime de Metas para Inflação no Brasil.** *Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE) – IPEA,* V. 37 nº 2, p. 247-262, Agosto/2007.

MISHKIN, F.S. **Monetary policy strategy: lessons from the crisis.** NBER Working Paper, n.16755, Fevereiro-2011.

MISHKIN, F. S. *Issues in Inflation Targeting.* 2000.

MOLLO, M. L. R.; SILVA, M.L.F e TORRANCE, T. **Money And Exchange-Rate Regimes: Theoretical Controversies.** *Revista de Economia Política.* V. 21 (2), abril-junho, 2001.

MOLLO, M. L. R. **Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda.** *Revista de Economia Política.* V. 24(3), p. 323-343. Julho-Setembro, 2004.

MOLLO, M. L. R. e SAAD-FILHO, A. **Reconhecimento Social da Moeda: Observações sobre a Inflação e a Estabilização de Preços no Brasil.** *Revista de Economia Contemporânea.* V. 5(1), p. 5-47. 2001.

MOLLO, M. L. R. **Moeda, Taxa de Juro e Preferência pela Liquidez em Marx e Keynes.** *Revista Estudos Econômicos,* v. 18 (1), Jan-Abr de 1988.

MONTES, G. C. e MACHADO, C. C. **Efeitos da credibilidade e da reputação sobre a taxa Selic e a transmissão da política monetária para o investimento**

**agregado pelo canal dos preços dos ativos.** *Pesquisa e Planejamento Econômico*, V. 44, nº 2. Agosto, 2014

MOREIRA, M. M. **A Indústria Brasileira nos Anos 90. O que já se Pode Dizer?** In: GIAMBIAGI, F e MOREIRA, M. M (Org). *A Economia Brasileira dos anos 90*. Rio de Janeiro, BNDES, 1999. Total de 469 páginas. p. 293-332.

MUNDELL, R. A. **A theory of optimal currency areas.** *American Economic Review* **51 (4)**, 657–665, 1961

----- **Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates.** *Canadian Journal of Economic and Political Science*, V. 29 (4): 475–485, 1963.

NERI, M., CAMARGO, J. M. REIS, M. C. **Mercado de Trabalho nos Anos 90: Fatos Estilizados e Interpretações.** *Textos para Discussão, nº 743*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Rio de Janeiro, 2000.

NEVES, A. L. OREIRO, J. L. **O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica.** *Ensaio FEE* v. **29**, p. 101-132, 2008.

OCAMPO, J. A. e PARRA, M. A. **The terms of trade for commodities in the twentieth century.** *Cepal Review* n. 79, p. 7-35, 2003.

OLIVEIRA, F.N. & PLAGA, A. **Eficácia das Intervenções do Banco Central do Brasil sobre a Volatilidade Condicional da Taxa de Câmbio Nominal.** *Revista Brasileira de Economia*. V. 65 n. 1 / p. 71–92, Rio de Janeiro, 2011.

PARIÈS, M.D. e MOYEN, S. Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility. *Economics Letters*. V. 116, p. 571-574. 2012.

PELICIONI, L. A. & RESENDE, M. F. C. **Metas de inflação, política monetária e investimento: um estudo para dezessete países.** *Revista de Economia Política*, v. **29**, n. 3(115), pp. 71-92, julho-setembro/2009.

PINHEIRO, A. C. e MOURA, A. **Segmentação e uso de informação nos mercados de crédito brasileiros.** *Credit Reporting Systems and the International Economy*, MIT Press, 2002.

PREBISCH, R. **El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas**. UN document no. E/CN.12/89/Rev.1. Lake Success, N.Y.: Naciones Unidas, 1950.

PREBISCH, R. **Commercial Policy in the Underdeveloped Countries**. *The American Economic Review*, V. **49**, n. 2, p. 251-273, 1959.

RESENDE, A. L. **A armadilha brasileira**. *Textos para Discussão*, nº 19, Rio de Janeiro, 2011.

RESENDE, M. F. da C. e AMADO, A. M. **Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina**. *Revista de Economia Política*, V. 21 nº 1(105), p. 41-59. Janeiro-Março/2007.

RESENDE, M. F. da C. e LIMA, F. **Metas de inflação e investimento: O caso do Brasil**. São Paulo, *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, n. 21, Dezembro/2007

ROGOFF, K. **The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target**. *Quarterly Journal of Economics*, v. **100**, p. 1169-1190, 1985.

ROWTHORN, R. E., **Conflict, Inflation and Money**. *Cambridge Journal of Monetary Economics*, V. **1** (3), p. 215-239, 1977.

SALAMA, P. **A Financeirização Excludente: As Lições das Economias Latino Americanas**. Em CHESNAIS, F. *A Mundialização Financeira (Gênese, custos e riscos)*. Ed. Xamã VM Ltda., p. 211-247. São Paulo, 1999.

SCHMIEDECKE, W. G. **Efeito-China sobre os termos de trocas globais e a recente alta nos preços de commodities**. 61 páginas, Tese de Mestrado em Economia Política na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2008.

SCHULMEISTER, S. **An Essay on Exchange Rate Dynamics**. Research Unit Labour Market And Employment Discussion. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 1987.

SINGER, H. W. **The Distribution of Gains between Investing and Borrowing Countries**. *The American Economic Review*, V. **40**, nº 2, p. 473-485, 1950.

SOUZA JÚNIOR, J.R. de C. **Produto potencial: conceitos, métodos de estimação e aplicação à economia brasileira.** *Texto para Discussão*, 1130, IPEA. 2005.

SOUZA, M. **Liberalização, Importação e Crescimento Econômico na América Latina.** 2009. 194 Folhas f. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Administração, Contabilidade, Economia e Gestão de Políticas Públicas, Universidade de Brasília, Brasília, 2007.

TAYLOR, J. **Discretion versus policy rules in practice.** *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. V. 39, p. 195-214. 1993.

TOBIN, J. **Liquidity Preference as a Behavior Towards Risk.** Em WRAY, L.R. *Theories of Money and Banking: Alternative Approaches to Money, Financial Institutions and Policy*. V. 2 p. 307-328. 1958 [2012].

TOYE, J. e TOYE, R. **The Origins and Interpretation of the Prebisch-Singer Thesis.** *History of Political Economy*, V. 35 (3), p. 437-467, 2003.

VARIAN, H.R. **Microeconomia: Princípios Básicos.** 7ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda. 2006. 807 páginas.

VERA, L. V. **Recession, high interest rates and instability: simple macro-dynamics.** *Economics Letters*. V. 85, p. 171-177. 2004.

WERLANG, S. R. C., TOMBINI, A. A., BOGDANSKI, J. **Implementing Inflation Targeting in Brazil.** *Banco Central do Brasil Working Paper Series* V. 1, p.1-29, Brasília, Julho-2000.

WERNECK, R. **A deterioração do Regime Fiscal no segundo mandato de Lula e seus desdobramentos.** *Texto para Discussão*, PUC-RIO, nº 587, Rio de Janeiro, Outubro-2010.

WRAY, R. L. **Deficits, inflation, and monetary policy.** *Journal of Post Keynesian Economics*, V. 19, 4. 1997.

WRAY, R.L. **Alternative Theories of The Rate of Interest.** *Cambridge Journal of Economics*. V. 16 (1), p. 69-89. Março, 1992.

