

# Política Monetária

*Diogo Santos, Clara Sanchez Rodrigues, Luciana da Silva Ferreira, Roberto de Souza Rodrigues, Fernanda Feil, Antonio José Alves Júnior, Débora Mesquita Pimentel, João Marcos Hausmann Tavares, Fabiano Abranches Silva Dalto, Ricardo Summa, Maria Isabel Busato, Victor Leonardo de Araujo e David Deccache avaliam os impactos dos juros altos no investimento, demanda agregada, emprego, salário, dívida pública, câmbio e crescimento econômico no Brasil, os componentes políticos, ideológicos e de disputa de classes nas decisões da política monetária e a eficiência da Selic para a gestão da inflação.*

*Na série “Atualizando o debate sobre dependência econômica”, publicamos o artigo de Bruna Ferraz Raposo.*



# Política Monetária

■ Nossos articulistas avaliam a política monetária restritiva do BC, cujo Copom elevou em junho a Selic para 15% ao ano, o maior patamar desde 2006.

Diogo Santos, da UFMG, destaca que a meta de inflação atual não é factível dadas as características do país e da economia e geopolítica mundiais e que o uso da Selic como instrumento único de gestão da inflação é ineficiente.

Clara Sanchez, do IPP, afirma que o Brasil está preso a uma armadilha: a política monetária e fiscal não serve a um projeto de desenvolvimento e soberania.

Luciana Ferreira e Roberto de Souza Rodrigues, da UFRRJ, salientam que as escolhas de política econômica, embora apresentadas como técnicas, são atravessadas por disputas políticas.

Fernanda Feil, da UFF, enfatiza que, ao invés de gerar equilíbrio macroeconômico, a política de juros elevados reforça a instabilidade e afeta o investimento e crescimento sustentável.

Antonio José Alves e Débora Pimentel, da UFRRJ, propõem uma política monetária pró-desenvolvimento, com juros baixos e estáveis, e coordenada com as demais políticas.

João Tavares, da UFRJ, ressalta que, se a inflação tem múltiplas causas e o papel da demanda pode ser menor, cabe ao BC acompanhar o debate sobre os efeitos da Selic.

Fabiano Abranches, da UFPR, crê que a melhor explicação para que se mantenha a Selic tão elevada é a ideologia ou um jogo para dissimular interesses. É necessário encontrar formas mais adequadas de lidar com a inflação.

Ricardo Summa, da UFRJ, aponta que os efeitos líquidos de uma política monetária contracionista e uma política fiscal expansionista mantiveram em 2025 o crescimento com desemprego baixo e recuperação dos salários reais.

Maria Isabel Busato, da UFRJ, ressalta que a política de juros altos age controlando a inflação por meio do câmbio, impede que o emprego aumente e eleva o pagamento de juros da dívida.

Victor Leonardo, da UFF, avalia que a maior preocupação deve ser a instabilidade cambial reinante desde meados de 2024. O grande desafio do BC é manter o câmbio mais estável e distante dos R\$ 6/US\$.

David Deccache, da UnB, defende que há um alinhamento entre governo e BC. As políticas fiscal e monetária atuam para conter a demanda agregada, manter o desemprego elevado e impedir que os salários pressionem a inflação.

Na série “Atualizando o debate sobre dependência econômica”, publicamos o artigo de Bruna Ferraz.



# Sumário

|  |           |
|--|-----------|
| <b>A Selic para além da conjuntura</b> .....   | <b>4</b>  |
| <i>Diogo Santos</i>  |           |
| <b>A ditadura da Selic e a renda perdida do Brasil</b> .....   | <b>8</b>  |
| <i>Clara Sanchez Rodrigues</i>   |           |
| <b>Taxa de juros e conflito distributivo</b> .....   | <b>13</b> |
| <i>Luciana da Silva Ferreira e Roberto de Souza Rodrigues</i>  |           |
| <b>De juros altos à estagnação verde</b> .....   | <b>18</b> |
| <i>Fernanda Feil</i>   |           |
| <b>Uma política monetária para o desenvolvimento é possível?</b> .....                                   | <b>24</b> |
| <i>Antonio José Alves Júnior e Débora Mesquita Pimentel</i>  |           |
| <b>Sobre os determinantes da Taxa Selic e da inflação</b> .....  | <b>29</b> |
| <i>João Marcos Hausmann Tavares</i>  |           |
| <b>Ideologia, interesses e disfuncionalidade na fixação da Taxa Selic</b>                                | <b>34</b> |
| <i>Fabiano Abranches Silva Dalto</i>   |           |
| <b>Câmbio, desemprego, salários, inflação e a recente alta da taxa de juros no Brasil: 2024-25</b> ..... | <b>39</b> |
| <i>Ricardo Summa</i>   |           |
| <b>O que a política monetária pode e o que ela não pode fazer?</b> .....                                 | <b>44</b> |
| <i>Maria Isabel Busato</i>   |           |
| <b>O primordial é estabilizar a taxa de câmbio e afastá-la dos R\$ 6/US\$</b> .....                      | <b>49</b> |
| <i>Victor Leonardo de Araujo</i>   |           |
| <b>Conflito ou alinhamento? Governo Lula, Banco Central e a política da estagnação</b> .....             | <b>54</b> |
| <i>David Deccache</i>  |           |
| <b>O novo (ou último) anel da espiral: capitalismo dependente e financeirizado</b> .....                 | <b>59</b> |
| <i>Bruna Ferraz Raposo</i>   |           |

O Corecon-RJ apoia e divulga o programa Faixa Livre, veiculado de segunda a sexta de 8h às 10h. Você também pode ouvir os programas pelos sites [www.aepet.org.br/radioaovivo.html](http://www.aepet.org.br/radioaovivo.html) e [www.programafaixalivre.com.br](http://www.programafaixalivre.com.br), canal no Youtube, Facebook, Instagram, podcast no Spotify, Deezer, Castbox e SoundCloud e aplicativo gratuito.

## Jornal dos ECONOMISTAS

Órgão Oficial do CORECON - RJ  
E SINDECON - RJ  
Issn 1519-7387

**Conselho Editorial:** Antônio dos Santos Magalhães, Sidney Pascoutto da Rocha, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, Gustavo Souto de Noronha, João Hallak Neto, Marcelo Pereira Fernandes, José Antonio Lutterbach Soares, Wellington Leonardo da Silva, Paulo Sergio Souto, João Manoel Gonçalves Barbosa, José Ricardo de Moraes Lopes e Fernando D'Angelo Machado. **Jornalista Responsável:** Marcelo Cajueiro. **Edição:** Diagrama Comunicações Ltda-ME (CNPJ: 74.155.763/0001-48; tel.: 21 2232-3866). **Projeto Gráfico, diagramação e ilustração:** Rossana Henriques ([rossana.henriques@gmail.com](mailto:rossana.henriques@gmail.com)). **Revisão:** Bruna Gama. **Periodicidade:** Mensal. **Correio eletrônico:** [imprensa@corecon-rj.org.br](mailto:imprensa@corecon-rj.org.br)

As matérias assinadas por colaboradores não refletem, necessariamente, a posição das entidades. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos desta edição, desde que citada a fonte.

**CORECON - CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA/RJ**  
Av. Rio Branco, 109 – 19º andar – Rio de Janeiro – RJ – Centro – Cep 20040-906  
Telefax: (21) 2103-0178 – Fax: (21) 2103-0106  
Correio eletrônico: [corecon-rj@corecon-rj.org.br](mailto:corecon-rj@corecon-rj.org.br)  
Internet: <http://www.corecon-rj.org.br>

**Presidente:** Antônio dos Santos Magalhães. **Vice-presidente:** Sidney Pascoutto da Rocha. **Conselheiros Efetivos:** 1º TERÇO: (2023-2025): Arthur Camara Cardozo, Marcelo Pereira Fernandes, Sidney Pascoutto da Rocha - 2º TERÇO: (2024-2026): Antônio dos Santos Magalhães, Fernando D'Angelo Machado, Luis Gustavo Vieira Martins - 3º TERÇO: (2025-2027): Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, José Antonio Lutterbach Soares, Antonio José Alves Junior. **Conselheiros Suplentes:** 1º TERÇO: (2023/2025): Gustavo Souto de Noronha, João Hallak Neto, Regina Lúcia Gadioli dos Santos - 2º TERÇO: (2024-2026): Juliana Duffles Donato Moreira, Gilberto Caputo Santos, Flávia Vinhaes Santos - 3º TERÇO: (2025-2027): José Ricardo de Moraes Lopes, Anderson Carlos Nogueira Oriente, Mauro Osório da Silva.

**SINDECON - SINDICATO DOS ECONOMISTAS DO ESTADO DO RJ**  
Av. Treze de Maio, 23 – salas 1607 a 1609 – Rio de Janeiro – RJ – Cep 20031-000. Tel.: (21) 2262-2535 Telefax: (21)2533-7891 e 2533-2192. Correio eletrônico: [sindecon@sindecon.org.br](mailto:sindecon@sindecon.org.br)

### Mandato – 2022 a 2025

**Coordenação de Relações Institucionais:** Wellington Leonardo da Silva (Coordenador Geral), Sidney Pascoutto da Rocha.

**Coordenação de Relações Sindicais:** João Manoel Gonçalves Barbosa, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, Fernando D'Angelo Machado.

**Coordenação de Divulgação, Administração e Finanças:** José Antonio Lutterbach Soares, Gilberto Alcântara da Cruz e Antônio dos Santos Magalhães

**Conselho Fiscal:** César Homero Fernandes Lopes, Guilherme Tinoco Oliveira dos Anjos e Maria da Glória Vasconcelos Tavares Lacerda.



# A Selic para além da conjuntura

Diogo Santos\*

■ A taxa de juros é uma das variáveis síntese do sistema econômico. Portanto, as razões que explicam o patamar cronicamente elevado da taxa básica de juros no Brasil têm muitas camadas. Discutirei algumas, tendo como horizonte o argumento de que não se alterará estruturalmente esse patamar da Selic sem reformas relevantes no regime macroeconômico brasileiro, o que, por sua vez, requer apoio social e político para se realizar. Ou seja, alterações de comando do BC, mantidas intactas as regras do jogo, pouco alterarão o cenário existente.

Tomarei como referência dois pontos centrais que devem ser extraídos de uma análise crítica dos parâmetros atuais da condução da política monetária. 1) A meta de inflação atual (3% ao ano para o IPCA de 12 meses, com intervalo entre 1,5% e 4,5%) está estabelecida em nível não factível dadas as características do país e do contexto econômico e geopolítico mundial e 2) a utilização da taxa Selic como instrumento único de gestão da inflação é equivocada, pois ineficiente.

O primeiro ponto é uma camada das razões da Selic elevada que encontra uma alta concórdia entre os economistas não alinhados ao mercado financeiro no Brasil. Mas o fato é que a alteração do sistema de metas de inflação, com redução da banda de tolerância e diminuição paulatina do centro da meta, reduzindo deliberadamente a margem de manobra do BC, foi uma grande vitória estratégica da oligarquia financeira, conquistada com o golpe de 2016, perdendo em importância somente para





a aprovação da autonomia do BC. Portanto, foi uma mudança institucional relevante, o que impõe, também deliberadamente, elevados custos e riscos a qualquer governo que queira alterá-la, ou seja, requer um governo politicamente forte e disposto. De fato, é crucial ampliar a meta e o intervalo, pois, como está, o poder de coação sobre o BC é alto.

Nesse ponto é importante tocar em outra camada sobre as razões da Selic elevada, que diz respeito ao porquê do intransigente interesse do mercado financeiro em uma meta de inflação equivocadamente baixa, e que também desnuda a natureza principal da taxa de juros: seu caráter distributivo. Em primeiro lugar, de acordo com o relatório mais recente do Tesouro Nacional, quase metade do estoque da dívida pública federal está indexado à taxa Selic. Portanto, os controladores da riqueza financeira no país buscam defender o ganho real das aplicações em títulos públicos exigindo elevação da Selic, quando a inflação sobe. Essa é a questão no Brasil: a Selic é prioritariamente uma taxa de remuneração segura para os credores da dívida pública, apesar da retórica do mercado financeiro sobre controle da inflação. Logo, quanto menor a taxa de inflação tolerada pelo BC, melhor, pois assim a Selic terá viés de alta. Em segundo lugar, como a dívida pública é a rede de proteção sobre a qual toda a especulação do mercado financeiro se realiza, quanto mais segura a remuneração real conseguida com títulos públicos, mais a especulação pode dominar o sistema, aprofundando conseqüentemente o fosso entre o funcionamento do sistema financeiro e os interesses de desenvolvimento do país.

O segundo ponto extraído da crítica à forma de operação da política monetária na atualidade, que diz respeito ao equívoco da utilização exclusiva da Selic como instrumento de gestão da inflação, é menos debatido no Brasil. Esse assunto tem mais de um ângulo. Há a discussão de que os canais de transmissão da elevação da taxa de juros para a redução do nível de preços não funcionam mais nas economias contemporâneas: a demanda agregada pode não estar respondendo significativamente às variações da taxa de juros (especialmente no Brasil, dado que os consumidores se adaptaram às elevadas taxas de juros, fazendo as compras parceladas caberem no bolso) e o desemprego pode não estar respondendo significativamente às variações da demanda agregada (sobretudo a partir das transformações no mercado de trabalho, com aprofundamento e diversificação das formas de informalidade). Como resultado, a esperada redução da inflação não ocorre. Há também a discussão sobre os gargalos súbitos de oferta de insumos básicos, como energia e petróleo, entre outros, que disparam movimentos de elevações de preços como forma de proteção de margens de lucros das empresas com poder de mercado, que veem seus custos de produção aumentados. Nesses casos, a elevação da taxa de juros somente muito indiretamente poderia segurar o crescimento dos preços.



Para o caso brasileiro, sugiro adicionar outra camada que contribui para explicar dois fatores: 1) porque a Selic é cronicamente elevada e 2) porque a utilização da Selic como único instrumento de gestão da inflação é um equívoco. Essa camada é o baixo volume de crédito no país.

De acordo com os dados do BIS, o Brasil, em relação aos grandes países subdesenvolvidos, está entre as menores proporções de crédito para empresas não financeiras como proporção do PIB. Essa proporção no Brasil está em torno de 50% nos últimos anos, abaixo de outros países como China (160%), Chile (100%), Rússia (70%), Turquia (60%) e Índia (55%). E mesmo assim, esse patamar do Brasil só foi alcançado após um período de expansão do crédito entre 2010 e 2015, essencialmente realizado pelos bancos públicos.

Bem, o próprio patamar da Selic – e dos elevadíssimos *spreads* impostos pelos bancos no Brasil – ajuda a explicar o baixo volume de crédito para empresas, pois afeta negativamente a demanda por crédito. Mas a baixa disposição dos bancos no Brasil em financiarem as empresas locais tem raízes mais longas, que não poderemos explorar aqui. O ponto a se reter é o seguinte: dado o baixo volume de crédito às empresas, as elevações da Selic têm pouco efeito sobre as decisões de produção e investimento das empresas. Não que esse efeito não exista. Mas ele é mais relevante para as maiores empresas, que operam com uma parcela mais expressiva de capital de terceiros. Porém, a imensa maioria das empresas no Brasil é de MPMEs, que possuem elevada restrição de crédito. O crédito no Brasil é caro e escasso. Consequentemente, não há motivo para se esperar que elevações da taxa de juros do BCB tenham efeito de mesma



magnitude sobre as decisões das empresas que teriam em um país com um sistema bancário mais eficaz. Logo, também não há motivo para se esperar que tenha o mesmo efeito sobre a inflação. Uma conclusão relevante sobre este ponto é que a expansão do crédito via bancos públicos – enfrentando inevitavelmente o interesse do oligopólio de bancos privados que existe no país, uma medida, portanto, também política – tem como consequência fortalecer os canais de transmissão da política monetária, por meio da desobstrução do canal de crédito, e não de enfraquecê-la, como os economistas liberais argumentam.

Nesse contexto de baixa eficácia da política monetária baseada exclusivamente na taxa de juros, a gestão da inflação por instrumentos fiscais – com aumentos e reduções temporárias de tributação em preços estratégicos – pode ser mais eficiente em controlar o nível de preços, até que as pressões inflacionárias se dissipem, sem impor um enorme custo ao desenvolvimento do país. Mas nesse assunto, a natureza distributiva da taxa de juros também se impõe e gera grande resistência política, como o episódio recente do IOF mostrou. O que incomodou sobremaneira o mercado financeiro foi a suspeita de que o governo estaria usando o aumento do IOF para controlar a inflação (via câmbio e via crédito) em substituição à política monetária. Não por acaso, o Ministro Haddad, ciente da capacidade de retaliação da oligarquia financeira – capacidade que não caiu do céu, mas que foi institucionalizada ao longo do tempo e, portanto, pode ser reduzida –, veio logo a público informar que nada havia sido combinado com o Banco Central. Gestão da inflação com ampliação da tributação sobre o sistema financeiro é o contrário de gestão da inflação com ampliação de transferência de renda para o setor financeiro, via Selic elevada, como a oligarquia financeira está acostumada desde a entrada subordinada do Brasil na fase neoliberal do imperialismo.

Esse texto está longe de esgotar o assunto, mas espero que fique a mensagem de que saídas desse estado de coisas existem, mas requerem força social e política para levá-las à frente. Como construir essa força? Esse é assunto para outro texto.

*\* É economista e doutorando em Economia pela UFMG, com período na Leeds University Business School, no Reino Unido.*



CLIQUE E OUÇA



# A ditadura da Selic e a renda perdida do Brasil

Clara Sanchez Rodrigues\*

■ Enquanto as principais economias mundiais travam uma intensa competição tecnológica, militar e comercial, investindo pesado em inovação, indústria e políticas ativas para fortalecer sua soberania, o Brasil está preso a uma armadilha. A política monetária e fiscal não serve a um projeto de desenvolvimento e soberania do país; muito pelo contrário, o Brasil opta por destinar bilhões de reais ao pagamento de juros da dívida pública, drenando recursos que poderiam financiar seu futuro.

O desenvolvimento das tecnologias da informação e comunicação (TICs) e a indústria 4.0 criaram assimetrias que são determinantes para a segurança econômica e militar dos Estados nacionais. Nos últimos 20 anos, o desenvolvimento das TICs se tornou um elemento decisivo, não só catalisando e acelerando as mudanças na distribuição de poder no sistema internacional, como também diversificando as maneiras como é exercido esse poder. O controle da pesquisa e do desenvolvimento tecnológico, em especial as TICs, determina cada vez mais onde está o poder, pois a capacidade tecnológica e econômica se tornaram indissociáveis. Enquanto os países se preparam para um novo momento – uma nova ordem mundial multipolar –, o Brasil segue pati-





nando no debate em torno de seu desenvolvimento, deixando de lado qualquer capacidade de enfrentamento aos novos desafios que estão colocados.

O Brasil, que encerrou 2024 como a 10ª maior economia do mundo, enfrenta um longo período de baixo crescimento. Nos últimos anos, a política monetária brasileira elevou a taxa básica de juros (Selic) a níveis altíssimos. Em março de 2025, a Selic subiu para 14,25% ao ano, e continuou subindo, chegando a 14,75% em maio e 15% em junho. A consequência dessa política será o ciclo vicioso de baixo crescimento e alta despesa financeira do governo. Essa política monetária deve levar o governo à marca histórica de 1 trilhão de reais pagos de juros no ano de 2025. Isso significa não só menos investimento público em defesa, infraestrutura, educação, saúde, mas também a transferência de recursos dos mais pobres para os mais ricos.

O Estado assume uma condição de fiador do capital financeiro, abrindo mão de seu papel impulsionador do desenvolvimento econômico e da própria defesa da soberania nacional. Na contramão das grandes economias mundiais, o Brasil se condena ao fetiche da armadilha da inflação, que não será controlada pela taxa de juros, uma vez que o oligopólio da oferta de alimentos é uma realidade e impacta diretamente na disponibilidade de produtos e na inovação desse segmento de mercado.

O Banco Central (Bacen) independente, ao perseguir metas de inflação rígidas, sem considerar os ciclos econômicos, a conjuntura internacional e as especificidades do país, fica refém do capital rentista, que, não satisfeito com 15% de taxa de juros, ainda cobra “*spreads*” elevados que inviabilizam a tomada do crédito pelo setor produtivo. Esse setor, por sua vez, tem muita dificuldade para assumir novos investimentos produtivos e gerar empregos de qualidade porque poucos negócios serão rentáveis num ambiente como o do Brasil. O que gera um ciclo vicioso de alienação e geração de empregos de baixa qualidade, aprofundando ainda mais as desigualdades sociais e deixando cada vez mais distante um projeto nacional ativo e soberano.

A obsessão pelo combate à inflação via juros altos ignora evidências empíricas de que em economias com graves imperfeições de mercado, como a brasileira, a política monetária tem eficácia limitada. Estudos do Ipea demonstram que cerca de 70% da inflação brasileira decorre de choques de oferta e indexação de preços, fatores pouco sensíveis à Selic. Enquanto isso, o custo dessa política recai sobre os mais vulneráveis: cada ponto percentual de aumento nos juros representa R\$30 bilhões a menos em investimentos públicos e 200 mil postos de trabalho perdidos, segundo cálculos do Dieese.



Quando comparada às estratégias adotadas por outros países emergentes, a situação se mostra alarmante. A Índia, por exemplo, mantém sua taxa básica de juros em 6,5% ao ano, enquanto implementa um ambicioso plano que busca a autossuficiência em semicondutores e energia renovável. A China, por sua vez, combina juros baixos com controle de capitais e subsídios a setores estratégicos, financiamento que só é possível através da emissão de moeda de bancos públicos. Como consequência, em 2021 a China ultrapassou os EUA em números de publicações científicas sobre Inteligência Artificial e foi líder no depósito de patentes na área de tecnologia. No Ocidente, os EUA aprovaram, em 2021, o *CHIPS and Science Act*, que destina US\$ 280 bilhões para soberania tecnológica, e a União Europeia lançou seu programa *Horizon Europe 2021-2027* com orçamento de € 95,5 bilhões para pesquisa em inovação e desenvolvimento tecnológico. O Brasil investe em média 1,2% do PIB em ciência e tecnologia, cujo índice passa de 4% em Israel e Coreia do Sul e mais de 2% na Alemanha e Austrália. Essa falta de visão estratégica compromete nossa capacidade de participar das cadeias globais de valor mais dinâmicas, condenando o país à condição de exportador de commodities com baixo valor agregado.

A Proposta de Emenda à Constituição (PEC) 65/2023, que prevê maior autonomia orçamentária e financeira ao Bacen, impulsiona o descolamento total entre estratégia nacional de desenvolvimento e política monetária nacional. A PEC 65, ainda que não altere diretamente a função do Conselho Monetário Nacional (CMN), cria mecanismos para que o Comitê de Política Monetária (Copom) atue de forma autônoma, como um comitê executivo da elite rentista, com poderes de determinação da taxa de juros. O Estado, em tese um instrumento de promoção do bem comum, acaba restringindo sua capacidade de induzir desenvolvimento, porque duas de suas principais ferramentas – a taxa de juros e o crédito – estão sob controle de uma tecnocracia alheia ao projeto de desenvolvimento, alinhada à lógica do capital financeiro. É necessário realinhar o papel do Estado na economia, reolocando o objetivo de desenvolvimento socioeconômico no centro do tabuleiro e subordinando a política monetária a esse objetivo – e não o contrário. Uma política econômica soberana requer coordenação. O que o Brasil precisa é de um Banco Central mais comprometido com a estratégia nacional, e não de uma autoridade monetária autônoma, autorizada a atuar desvinculada das necessidades do país. Neste sentido, é urgente se mobilizar contra a aprovação da PEC 65; o Bacen deve estar sob o comando do interesse público e do bem comum.

O Brasil se encontra em uma encruzilhada histórica. As TICs e in-



dústria 4.0 já são uma realidade para o mundo e nações com dimensões e desafios similares – como Índia, Indonésia e Vietnã – implementam políticas ousadas para conquistar espaço nas cadeias produtivas do futuro. O Estado brasileiro continua preso ao debate estéril entre ortodoxia e desenvolvimentismo sem conseguir formular um projeto nacional que concilie estabilidade macroeconômica com desenvolvimento tecnológico e inclusão social.

É fundamental repensar o regime de metas de inflação, adotar metas de inflação com temporalidade mais longa, que permita o Bacen perseguir o centro da meta de modo gradual, sem asfixiar a economia com choques de juros bruscos a cada pequena ameaça inflacionária. Também é necessário considerar metas de inflação um pouco mais elevadas, razoáveis em um contexto global, em que mesmo bancos centrais de países avançados reconheceram que forçar 2% a qualquer custo não é sempre o melhor caminho. A meta de inflação deve estar a serviço do desenvolvimento.

A política monetária e fiscal deve fazer parte de um mesmo projeto nacional e isso requer diálogo efetivo entre Banco Central, Ministério da Fazenda, Ministério do Planejamento e outros órgãos estratégicos. Se o país decide, por exemplo, investir em infraestrutura logística, transição energética e reindustrialização 4.0, a política monetária não pode simultaneamente inviabilizar o crédito para esses setores e a política fiscal deve desestimular a preferência quase exclusiva pela especulação financeira, por meio da tributação de lucros e dividendos, grandes fortunas e ganhos financeiros.

Finalmente, o país precisa radicalizar o papel dos bancos de investimentos públicos, expandindo o uso de crédito direcionado a taxas de juros favorecidas para projetos de alto impacto social, produtivo e ambiental.

É urgente estabelecer um novo pacto social e afirmar um projeto nacional de desenvolvimento. A taxa de juros não pode continuar sendo um tabu intocável que sabota as demais políticas. Nenhuma nação alcançou a soberania sem dominar a tecnologia e sem proteger seu parque industrial. O Brasil não pode ser exceção. Ou se rompe com a lógica rentista que o aprisiona há décadas, ou continuará sendo a eterna “terra do futuro”, um futuro que, a cada ano, se mostra mais distante.

*\* É economista formada pela UFRJ e mestre em Relações Internacionais pela Escola Superior de Guerra. Atualmente é diretora de informações e políticas públicas do Instituto Pereira Passos, na Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro.*



## Fonte:

<https://hai.stanford.edu/ai-index>

IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). (2022). *Nota Técnica: Inflação e Estrutura de Mercado no Brasil*. Brasília: Ipea.

DIEESE (Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos). (2023). *Os Efeitos da Política Monetária Restritiva sobre o Emprego e a Renda*. São Paulo: Dieese.

Banco Mundial. (2021). *Brazil Economic Memorandum: Tackling Inflation in a Distorted Economy*. Washington, DC: World Bank.

U.S. CHIPS and Science Act (2022).

European Commission. *\*Horizon Europe Programme (2021-2027)*.

Reserve Bank of India. *Monetary Policy Reports (2024)*.

Federal Reserve (2020). *Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*.





# Taxa de juros e conflito distributivo: entre o controle da inflação e o controle do Estado pela política da Selic

Luciana da Silva Ferreira\*

Roberto de Souza Rodrigues\*\*

■ As escolhas de política econômica, embora frequentemente apresentadas como decisões técnicas, são atravessadas por disputas políticas e conflitos distributivos. A forma como se define a alocação orçamentária, os instrumentos de política fiscal e as metas macroeconômicas expressam interesses sociais em confronto, revelando o Estado como espaço de disputa de grupos de poder.

Um exemplo desse processo foi a recente imposição de severas restrições à execução orçamentária, por iniciativa do Ministério da Fazenda, que através do decreto nº 12.448, de 30 de abril de 2025, autorizou a liberação de limite para empenho para cada mês de apenas 1/18 do total do orçamento anual. A medida comprometeu o funcionamento de instituições públicas, em especial as universidades federais, que enfrentam dificuldades para manter despesas básicas de custeio. A reação de reitores, parlamentares – inclu-



*Luciana da Silva Ferreira*



sive da base governista – e da imprensa obrigou o governo a rever parcialmente a medida, liberando posteriormente um duodécimo do orçamento anual, mas apenas a partir do meio do ano corrente.

No mesmo período, em maio de 2025, o Ministério da Fazenda anunciou um bloqueio orçamentário e a elevação da alíquota do IOF como tentativa de ajuste fiscal. No entanto, poucas horas após o anúncio, a pressão dos agentes do mercado financeiro le-



*Roberto de Souza Rodrigues*

vou o governo a recuar da decisão de aumentar o imposto. Esses episódios evidenciam que decisões econômicas não são apenas resultado de modelos técnicos ou de previsões. Elas envolvem escolhas políticas e refletem correlações de força entre grupos sociais. Ainda mais significativa que a decisão em si é a teoria econômica que a orienta: o referencial teórico não é neutro, mas escolhido em função de interesses políticos, ideologias dominantes e estruturas de poder.

Nesse contexto, a condução da política monetária, especialmente a definição da taxa básica de juros, deve ser compreendida como parte desse campo de disputa. No Brasil, desde a adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI) em 1999, a taxa Selic se tornou o principal instrumento de controle da inflação. A lógica do regime parte da premissa de que a inflação é, em sua origem, um fenômeno de demanda: quando a demanda agregada supera a capacidade produtiva da economia, surgem pressões inflacionárias que justificariam a elevação dos juros como forma de contenção.

O aumento da taxa Selic, nesse modelo, tem como objetivo encarecer o crédito, desestimular o consumo e o investimento e, assim, reduzir a demanda agregada. Essa política opera por meio de canais de transmissão que impactam o crédito, o investimento, o câmbio e, indiretamente, as expectativas dos agentes econômicos. Ao mesmo tempo, o regime atribui um papel central à previsibilidade e transparência das ações do Banco Central, reforçando sua credibilidade junto ao mercado.

Contudo, a aderência dessa lógica ao contexto recente da economia brasileira é cada vez mais questionável. Nos últimos anos, os principais cho-



ques inflacionários têm sido impulsionados por fatores diversos – como flutuações cambiais, choques nos preços internacionais de commodities e aumento dos custos de produção. Mesmo diante de uma inflação de custos, a resposta do Banco Central tem sido a elevação da taxa de juros, mantendo-se fiel a um paradigma que desconsidera a natureza da inflação brasileira.

Essa insistência revela um desalinhamento entre teoria e realidade, mas também uma escolha política deliberada. A política de juros elevados beneficia setores específicos – em especial os detentores da dívida pública – ao mesmo tempo em que penaliza o investimento produtivo, o emprego e a renda. Ao reforçar essa estratégia, o Estado subordina o interesse coletivo ao rentismo, consolidando uma política econômica que aprofunda desigualdades estruturais.

A esse processo somam-se a rigidez fiscal autoimposta por regras, como a antiga Emenda Constitucional do Teto de Gastos e, mais recentemente, pelo Novo Arcabouço Fiscal. Este último institui metas de resultado primário e impõe limites ao crescimento das despesas, subordinando a política fiscal à lógica da política monetária. Essa arquitetura institucional se agrava com a autonomia do Banco Central, conquistada em 2021, que desvincula sua direção dos ciclos políticos eleitorais, afastando ainda mais as decisões de política monetária das demandas sociais.

Nesse cenário, os conflitos entre o Poder Executivo e a Autoridade Monetária podem se intensificar. Medidas fiscais voltadas à geração de emprego, aumento da renda ou expansão de serviços públicos



frequentemente são seguidas por elevações da taxa de juros. A justificativa técnica do Banco Central, ancorada no Regime de Metas de Inflação, é de que aumentos na renda provocariam pressões inflacionárias. No entanto, com a inflação baixa, essa argumentação se fragiliza e reforça a percepção de que os aumentos de juros atendem, na prática, aos interesses daqueles que são os credores da dívida mobiliária. A lógica econômica que prioriza o controle inflacionário por meio da elevação da taxa de juros que remunera os títulos da dívida pública, majoritariamente em posse de instituições financeiras, transforma a política econômica em instrumento de apropriação da renda por grupos restritos e dominantes.

Esse arranjo institucional e político insere-se na dinâmica mais ampla da financeirização da economia, fenômeno em que o capital financeiro assume papel predominante na organização da acumulação. No Brasil, essa tendência tem implicações profundas. A dívida pública, composta majoritariamente por títulos em mãos de instituições financeiras, se transforma em instrumento de captura do orçamento público por interesses privados, no caso, dos rentistas. A taxa de juros, nesse contexto, é utilizada como ferramenta de preservação da rentabilidade do capital financeiro, consolidando a transferência de renda do setor público para os detentores de ativos. Atua como um mecanismo distributivo que impõe limites ao crescimento da renda de determinados grupos sociais, notadamente os trabalhadores, em benefício de outros, notadamente os detentores do capital financeiro. A apropriação de parte significativa do orçamento por meio do pagamento de juros reforça o papel da política monetária como mecanismo distributivo regressivo: uma política pública a serviço da acumulação de rentistas.

Esse quadro afeta não apenas as prioridades de política econômica, mas também as possibilidades de desenvolvimento econômico. A manutenção de taxas de juros reais elevadas desestimula o investimento produtivo, encarece o financiamento público e privado e impõe uma âncora fiscal baseada na compressão de gastos sociais. A política monetária, em vez de ferramenta de estabilidade macroeconômica, torna-se obstáculo à expansão econômica com equidade social.

Por isso, discutir a taxa de juros é, inevitavelmente, discutir a distribuição de renda e o papel do Estado na economia. A disputa distributiva contemporânea não se dá apenas entre capital e trabalho, mas também entre o capital produtivo e o capital financeiro. O rentismo, ao dominar os instrumentos de política econômica, redefine as prioridades do Estado, esvaziando a política fiscal de seu potencial transformador e impedindo que o orçamento público atenda às necessidades da maioria da população.



A racionalidade econômica que sustenta o atual modelo precisa ser desnaturalizada. O uso da taxa de juros como instrumento central da política econômica não é inevitável, tampouco a única alternativa de busca por estabilidade de preços. Trata-se de uma escolha política que pode e deve ser confrontada. Romper com esse paradigma exige recuperar a capacidade do Estado de coordenar suas políticas de forma articulada, com soberania, responsabilidade social e foco no desenvolvimento.

Romper com a lógica que orienta a tomada de decisão no ambiente econômico, onde interesses de grupos específicos se sobrepõem à soberania de políticas econômicas voltadas ao desenvolvimento econômico, se faz urgente. Isso exige reconhecer o caráter político da política monetária, recolocar o desenvolvimento e o acesso à renda no centro da estratégia econômica e devolver ao Estado a capacidade de coordenar suas políticas de forma integrada, com soberania e justiça social. Sem isso, o controle da inflação será apenas o pretexto para manter sob controle o próprio Estado, em benefício de poucos e em prejuízo de muitos.

*\* É professora associada do ICSA/UFRRJ e coordenadora do Observatório de Política Macroeconômica da UFRRJ.*

*\*\* É reitor da UFRRJ e coordenador do Fórum de Reitores das Instituições Públicas de Ensino do Estado do Rio de Janeiro – Friperj.*





# De juros altos à estagnação verde: o desafio sistêmico do Banco Central e dos bancos de desenvolvimento

Fernanda Feil\*

■ Desde a implementação do Plano Real em 1994, a política monetária brasileira tem sido caracterizada por taxas de juros persistentemente elevadas como principal instrumento de controle inflacionário. A Selic, como mostra o Gráfico 1, chegou a ultrapassar 40% ao ano no início da estabilização monetária e, mesmo com a consolidação do regime de metas de inflação a partir de 1999, manteve-se em patamares elevados.

Embora a política monetária brasileira tenha se mantido rígida desde a adoção do regime de metas de inflação, seus resultados em termos de estabilidade de preços foram, na prática, bastante limitados. O Gráfico 2 mostra que, em diversos momentos, a inflação medida pelo IPCA ultrapassou as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Isso não apenas revela a dificuldade recorrente de cumprimento das metas, mas também aponta para um problema mais estrutural: a definição de metas de inflação excessivamente baixas e desalinhadas com as especificidades da economia brasileira. Em uma economia marcada por choques frequentes





de oferta, mecanismos formais e informais de indexação e elevada vulnerabilidade a variações cambiais e externas, metas muito rígidas e ambiciosas exigem um esforço desproporcional para contenção da inflação.

Essa postura se ancora em uma premissa simplificadora: a elevação dos juros reduzirá a inflação via contenção da demanda agregada, por meio do estímulo à poupança e da desaceleração do consumo. Essa lógica ignora os determinantes reais da inflação brasileira, que são majoritariamente de origem estrutural e de custo – não de demanda. Além disso, desconsidera os efeitos colaterais profundos da política monetária sobre o investimento, o crédito, a renda e o próprio crescimento econômico.

Na prática, juros elevados não promovem necessariamente o aumento da poupança. Em contextos de incerteza e instabilidade, taxas de juros mais altas tendem a intensificar a preferência dos agentes econômicos pela liquidez. Diante de um futuro incerto e de custos elevados de financiamento, famílias e empresas optam por reter recursos em forma líquida, aguardando melhores condições para consumir ou investir. Ainda, a poupança não é uma variável autônoma estimulada pela taxa de juros, mas sim uma consequência do nível de renda agregada. Como os juros altos desestimulam o investimento produtivo e desaceleram a atividade econômica, acabam por reduzir a própria renda disponível.

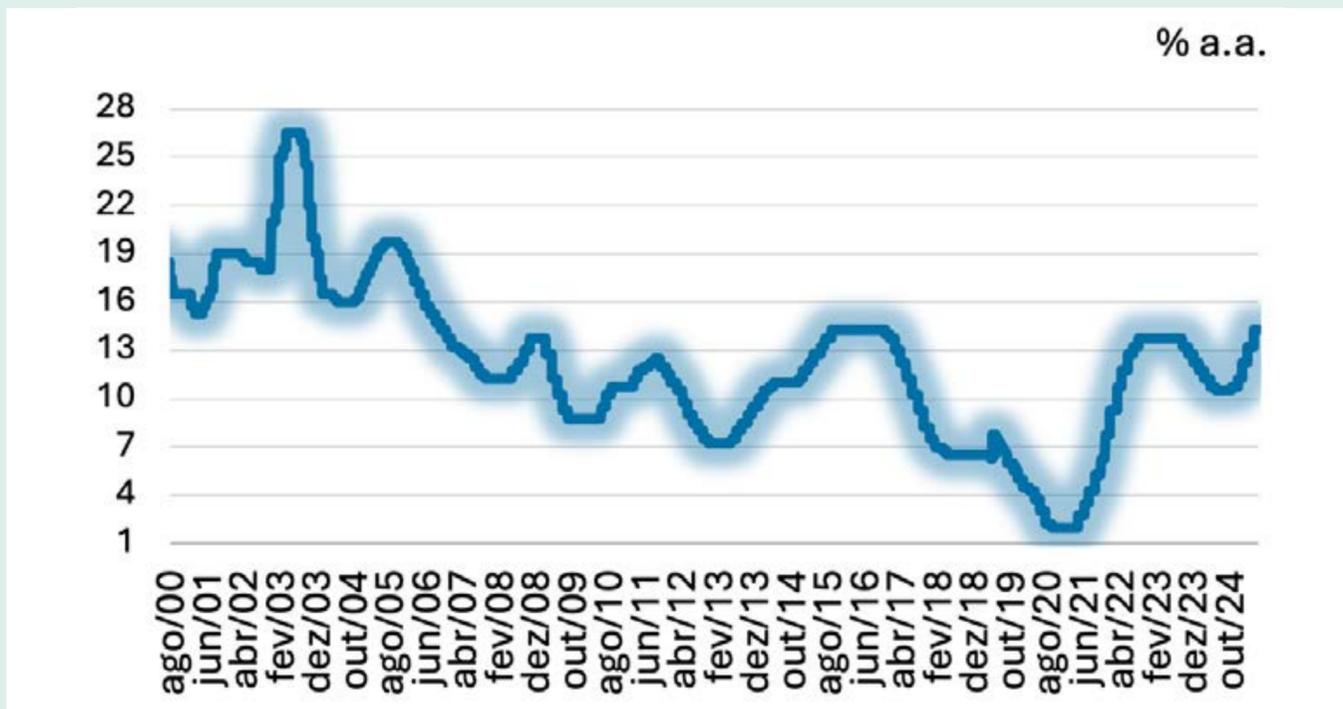
Ainda mais, em um ambiente de crédito caro e volátil, parte significativa da renda é absorvida pelo serviço da dívida, reduzindo ainda mais a capacidade de formação de poupança líquida. Assim, ao invés de gerar equilíbrio macroeconômico, a política de juros elevados reforça a instabilidade, reprime o investimento e compromete o crescimento sustentável da economia.

Especificamente, juros elevados aumentam o custo de oportunidade do capital, tornando o investimento produtivo menos atraente em comparação com aplicações financeiras de baixo risco e alto retorno, como os títulos públicos indexados à própria Selic. Dessa forma, o capital é redirecionado para o setor financeiro em vez de ser investido na produção real, aprofundando o processo de financeirização da economia. Em vez de conter a inflação, a política de juros altos desestimula a atividade produtiva, reduz a oferta futura de bens e serviços e compromete o crescimento econômico de longo prazo.

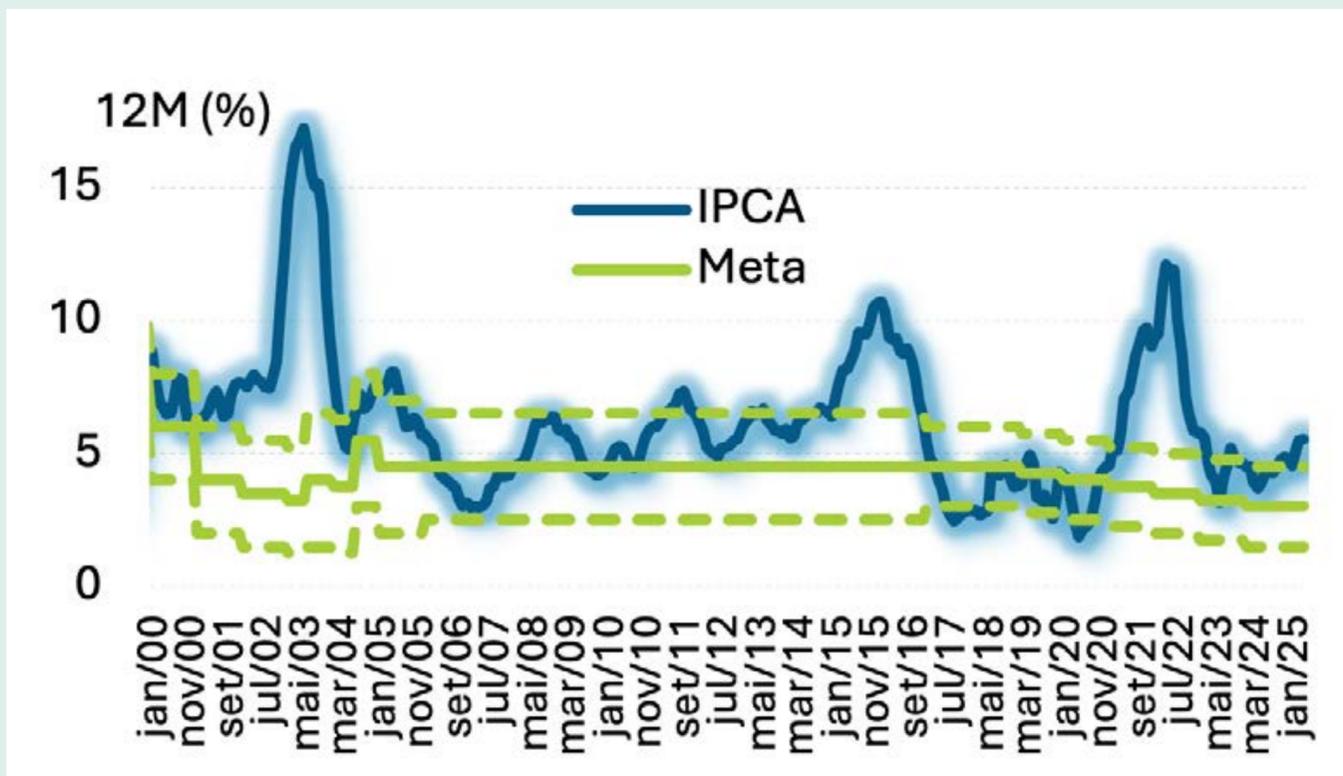
Esse desestímulo ao investimento produtivo se tornou ainda mais evidente na realidade brasileira após a substituição da antiga TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) pela TLP (Taxa de Longo Prazo) nos financiamentos do BNDES, em 2018. Diferentemente da TJLP, que mantinha um nível de juros relativamente estável para apoiar investimentos de longo prazo, a TLP passou a variar de forma pró-cíclica, acompanhando as flutuações da



### Gráfico 1 – Variação anual da Selic

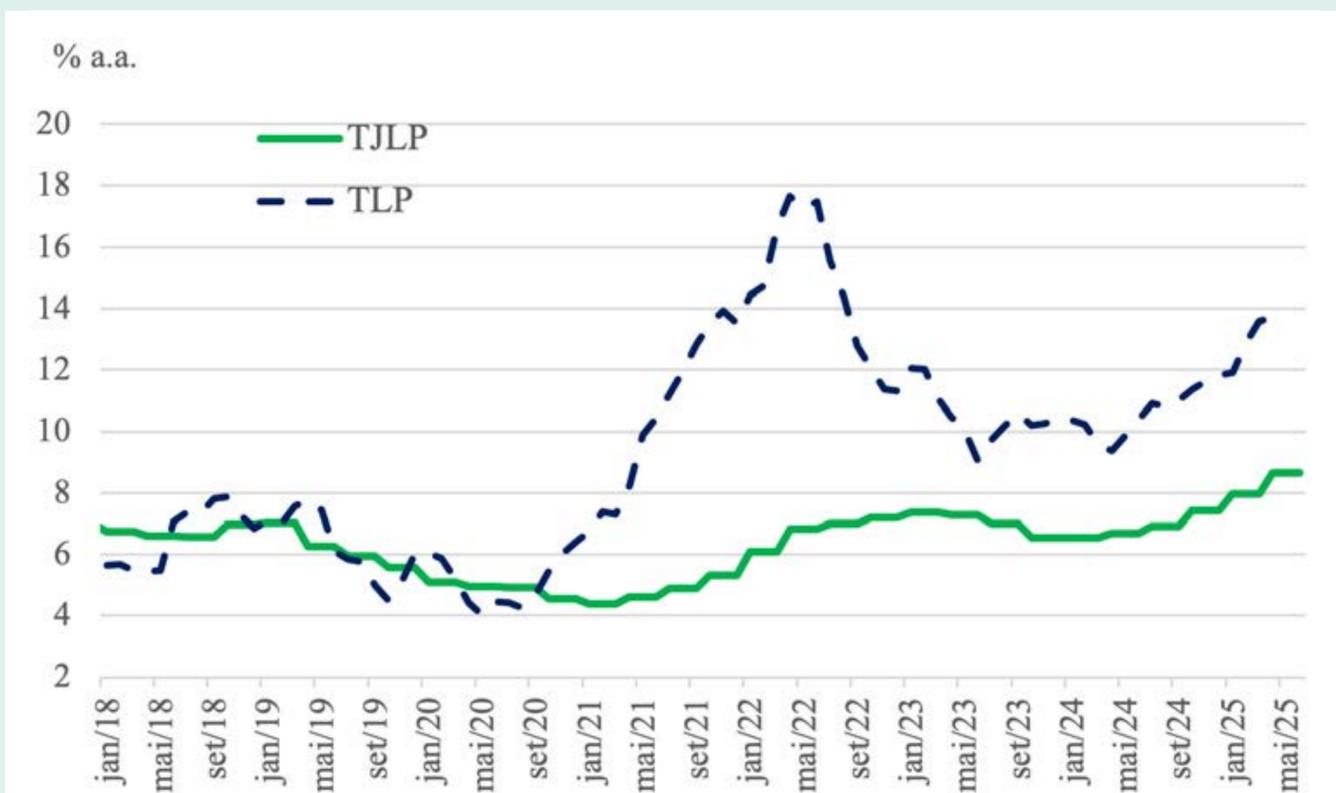


### Gráfico 2 – Variação anual do IPCA e da meta de inflação



Fonte: BCB e IBGE

### Gráfico 3 - Taxa de juros do BNDES – TJLP X TLP



Fonte: BCB e BNDES



taxa Selic e os rendimentos dos títulos públicos indexados à inflação.

Com isso, o custo dos financiamentos do BNDES passou a oscilar de acordo com a política monetária de curto prazo, tornando o crédito de fomento volátil, caro e sujeito às mesmas pressões do mercado financeiro (ver gráfico 3). Na prática, a TLP reforçou o efeito da alta dos juros sobre o setor produtivo, pois os empresários passaram a enfrentar custos crescentes de capital em momentos de aperto monetário – justamente quando o



estímulo ao investimento seria mais necessário para reativar a economia. Essa mudança institucional desestruturou uma das principais fontes de financiamento estável para projetos de longo prazo no Brasil e intensificou a substituição do investimento produtivo por aplicações financeiras, aprofundando os efeitos da política monetária restritiva sobre o crescimento e a industrialização.

Esse aumento do custo do capital, somado à maior volatilidade, resultou em uma expressiva redução no volume de financiamentos do BNDES. O banco passou a ter um alcance mais restrito, especialmente para setores que dependem de financiamento a longo prazo.

A retração dos investimentos produtivos agravou os problemas estruturais da economia brasileira. A estagnação da capacidade produtiva limitou a resposta da oferta a choques de preço, como os de energia e alimentos, elevando a inflação por custos. Nessa situação, a resposta da política monetária convencional – elevação da Selic – é contraproducente: reduz ainda mais o crédito disponível, aumenta o custo do financiamento e reforça a retração da demanda agregada, aprofundando a estagnação.

Esse ciclo vicioso compromete a capacidade do Estado de atuar de forma coordenada e planejada na indução do desenvolvimento, especialmente num momento em que a transição ecológica exige um novo paradigma produtivo.



Neste ambiente restritivo, mesmo iniciativas recentes do governo federal voltadas ao estímulo do crescimento sustentável, como a Nova Indústria Brasil (NIB), enfrentam severas limitações para serem implementadas e alavancadas. Por um lado, a reduzida capacidade do Estado de realizar investimento direto via política fiscal, em função de um arcabouço fiscal rígido e do fiscalismo predominante, restringe os gastos públicos produtivos em nome da austeridade. Por outro, a política monetária apertada e política creditícia limitada reforçam essa estrutura.

Essa realidade já seria grave em uma conjuntura “normal” de estabilidade macroeconômica e baixo risco estrutural. No entanto, ela se torna ainda mais preocupante diante do atual contexto de crise climática, ambiental e social, que introduz novos riscos à estrutura produtiva e à coesão social dos países. A transição para uma economia sustentável, resiliente e inclusiva não é mais uma possibilidade futura, mas uma necessidade urgente e concreta. Isso exige uma nova convenção macroeconômica, na qual políticas fiscal e monetária deixem de operar de forma isolada e desarticulada, e passem a ser coordenadas com os objetivos de sustentabilidade e transformação estrutural.

Diante desse novo cenário, as políticas fiscal e monetária precisam ser reorientadas. Essa mudança deve começar por uma revisão da política de juros, que deve ser compatível com os objetivos de estabilidade macroeconômica, estímulo ao investimento produtivo e promoção de uma transição ecológica justa. O Banco Central não pode mais se guiar por modelos teóricos descolados da realidade estrutural do país e do mundo.

Apenas a regulação de mercado – por meio de instrumentos como a transparência climática, os testes de estresse ambientais e as exigências de *disclosure* das instituições financeiras – não é suficiente para garantir uma transição ecológica eficaz, segura e socialmente justa. A complexidade e a urgência da crise climática exigem ações coordenadas e estratégicas por parte dos principais agentes do sistema financeiro público. Nesse contexto, o Banco Central e os bancos de desenvolvimento, especialmente o BNDES no caso brasileiro, são atores centrais no processo de transformação ecológica.

Cabe ao Banco Central ampliar o escopo do seu mandato, incorporando a sustentabilidade como diretriz explícita da política monetária, em coerência com a meta de estabilidade de preços. Em um mundo atravessado pela transformação ecológica, não haverá estabilidade de preços duradoura sem estabilidade ecológica, produtiva e social. A atuação do Banco Central precisa estar alinhada com o futuro e com os riscos sistêmicos que a crise ambiental impõe, e não apenas com modelos ortodoxos do passado que ig-



noram essa nova realidade. Isso implica repensar a política de juros e abandonar a lógica de neutralidade de mercado em nome de uma atuação reguladora e indutora do desenvolvimento sustentável.

Por sua vez, o BNDES precisa ter as condições institucionais, fiscais e operacionais para cumprir seu papel de financiador estratégico de longo prazo, voltado à inovação, neindustrialização e transição verde sustentável. A TLP compromete a essência da atuação de um banco de desenvolvimento e deve ser revista como parte dessa nova convenção. Cada instituição, dentro dessa arquitetura de transformação, deve atuar segundo sua função estruturante. Juntos, Banco Central e BNDES podem liderar um novo ciclo de desenvolvimento baseado na sustentabilidade – mas para isso, precisam estar liberados das amarras institucionais que os impedem de agir.

*\* É professora colaboradora no Programa de Pós-graduação em Economia da UFF, coordenadora no Centro de Finanças Sustentáveis (CeFiS) e pesquisadora do Grupo de Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF).*





# Uma política monetária para o desenvolvimento é possível?

Antonio José Alves Júnior  
Débora Mesquita Pimentel\*

■ Desde a introdução do real, a inflação caiu para níveis muito baixos. A política monetária se pautou por elevar, sem moderação, a taxa de juros sempre que algo ameaçasse aumentar, de modo direto ou indireto, real ou fictício, a inflação. Os ataques especulativos e as fugas de capitais, o quadro continuado de descalabro fiscal sem comprovação empírica, os excessos de demanda agregada em potencial e os efeitos secundários de choques de custo justificaram elevações recordes dos juros para níveis mundiais recordes.

Tanto o nível como a variação dos juros importam. O nível elevado prejudica a formação bruta de capital, ainda que não haja uma relação fixa entre essas variáveis. As taxas de juros baixas ou altas não são correlacionadas mecanicamente com mais ou menos investimentos. O investimento depende, em termos keynesianos, também da eficiência marginal do capital, uma conta que combina expectativas de demanda agregada, a disponibilidade e os custos de produção do estoque de capital. Isso não quer dizer, não obstante, que os juros nada tenham a ver com a eficiência marginal do capital. De um lado, juros altos enfraquecem a demanda porque transferem renda para mais ricos, que exibem propensão a consumir mais baixa (sem falar no agravamento da má



*Débora Mesquita Pimentel*



distribuição funcional de renda). Além disso, prejudicam diretamente a demanda pela construção habitacional e a venda de bens de consumo duráveis. De outro, juros altos também aumentam a taxa de desconto dos fluxos de lucros, reduzindo a atratividade do investimento.

O aumento dos juros básicos, especialmente com a intensidade brasileira, introduz novas dificuldades. O histórico de fortes elevações nos juros cria tensões em torno do que o



*Antonio José Alves Júnior*

Banco Central fará diante de mudanças na taxa de câmbio, do nível de emprego ou de um choque de preços. Isso estimula a especulação sobre os juros futuros, provocando verdadeiras chacoalhadas na curva de rendimentos. O ganho de capital ganha a atenção dos profissionais, ao mesmo tempo em que os *spreads* passam por uma elevação “defensiva”, acompanhada de maiores restrições na concessão de crédito.

Um segundo problema se liga ao fato de que pessoas físicas e jurídicas endividadas no curto prazo (ou com dívida indexada à taxa básica) costumam rolar suas dívidas e conviver com elas. No entanto, no quadro de elevações rápidas nas taxas de juros, o comprometimento da renda das famílias e empresas já endividadas ameaça sua saúde financeira. Fluxos de caixa razoavelmente equilibrados se desorganizam, comprometendo a demanda e podendo chegar a crises financeiras.

Quadros mais graves de instabilidade têm sido evitados pelos financiamentos expressivos com taxas reguladas e quase imunes às mudanças na Selic. Ironicamente, a preservação de investimentos e da estrutura financeira das famílias e empresas é concebida pelo “mercado” como inibidora da potência da política monetária, que deveria zelar pela estabilidade financeira. Infelizmente, os bancos públicos e o crédito direcionado eventualmente são administrados com lógica privada, e/ou o próprio arcabouço do financiamento público é reformado, como no caso da troca da TJLP pela TLP, nos financiamentos do BNDES, em 2016, enfraquecendo a potência da política monetária pró-desenvolvimento.



A especulação é do mundo das finanças. O problema é quando deixa de ser como bolhas na correnteza e se transformam em turbulências econômicas e políticas. É o caso quando porta-vozes das finanças pressionam o Estado com anúncios de fim do mundo e previsões de escalada do dólar e dos preços, mirando uma Selic mais alta em antecipação. Na esteira desse movimento, aposta-se alto, pedindo por novas reformas econômicas e, eventualmente, promovendo campanhas para revogar políticas, derrubar governos e eleger alguém de sua preferência, o que, como se sabe, pode incluir até mesmo os de extrema direita.

Em certos momentos, as justificativas ganham um ar ridículo, como se tem testemunhado. Depois de erros grosseiros seguidos de previsão de PIB e inflação, representantes do sistema financeiro tentam conquistar a opinião pública concatenando a ideia de que tudo irá mal se as coisas vão bem. Mas como sustentar que a alta moderada do PIB por três anos e a queda do desemprego para incríveis 6,5% são o prenúncio do passo adiante na beira do precipício? Infelizmente, como a história testemunha, a repetição do *nonsense* no horário nobre e nas redes pode comover.

Quem viveu a alta inflação depositou muita esperança na estabilização dos preços rapidamente conquistada. As portas do desenvolvimento, contudo, não se escancararam. O que se verificou foi a dificuldade, ou falta de convicção, para implementação de políticas continuadas de desenvolvimento e distribuição de renda. Os custos da estabilização no ambiente globalizado acabaram se mostrando muito elevados, mas parecia valer a pena pagar juros altos por eles, depois da frustração dos planos de estabilização da década de 1980. Isso, contudo, não



apaga o fato de que o investimento ficou retraído nos anos FHC e depois de 2015.

Evidentemente, juros altos não podem ser responsabilizados por tudo de negativo. As políticas fiscal e de investimento das estatais mais ousadas ajudaram a empurrar o PIB e aumentar o investimento público, puxando consigo o investimento e o consumo privados e, de quebra, melhorando as contas públicas. Mas essa digressão sobre o sucesso de uma política fiscal mais ativa faz pensar por que a política monetária não pode ser desenvolvimentista.

Consolidou-se o conceito neoliberal de que a política monetária deveria se manter afastada dos governos, precisamente por serem eleitos. A Lei do Banco Central Autônomo é um marco nessa tendência, mas “apenas” formalizou a autonomia de fato. Há tempos os nomes de Presidente da República e de ministros da Fazenda não têm mais nada a ver com a política monetária, a não ser pelo direito – sempre mais questionado – de espernear. É claro que alguém pode retrucar, argumentando que processo semelhante de neoliberalização se desdobrou para todas as políticas públicas, ao que se responde que nada se parece com o que aconteceu com a política monetária.

Mesmo com o alargamento da noção de responsabilidade fiscal para incluir o teto de gastos, o ideal do afastamento da política fiscal da esfera da disputa política enfrentou um caminho muito acidentado. Na vigência da Lei do Teto, houve várias justificativas para rompê-lo, incluindo a bem-sucedida PEC da Transição. Hoje, mesmo sob as juras de manutenção do NAF, discute-se abertamente sua inviabilidade aritmética e a necessidade de mudanças.

A coisa é muito diferente na política monetária. Não se pensa na revisão do arcabouço da política de metas e do BC autônomo. O que ainda se admite é criticar o nível e a variação da Selic, desde que dentro de limites restritos. Essa é uma vitória ideológica sem paralelo e raramente desafiada, a não ser nos poucos espaços democráticos como o do Jornal dos Economistas do Corecon-RJ.

Será ainda possível falar em uma política monetária para o desenvolvimento? Temas tipicamente macroeconômicos, como a intervenção do BC em toda a curva de juros, o financiamento dos investimentos transformacionais e a coordenação das políticas econômicas parecem desvinculados da política monetária. A coordenação admitida é a da subjugação da política fiscal pela monetária, na forma de ameaça de aumento de juros se o governo se comportar mal, gastando demais.

O Brasil enfrenta desafios e deveria usar todo o arsenal de políticas para investir em mudanças estruturais pelo desenvolvimento, perseguindo melhorias na distribuição de renda, a busca do crescimento e a



reversão da desindustrialização. Tudo articulado com a transição verde e com a economia digital. Uma visão mais abrangente da política monetária e financeira pode dar sua contribuição, sepultando de vez Banco Central autônomo e a liberdade irrestrita do movimento de capitais. O caminho é ousar fazer uma política monetária pró-desenvolvimento, com juros baixos e estáveis, coordenada com as demais políticas para aumentar o financiamento dos investimentos públicos e privados transformacionais. Nada disso é fácil, mas continuar a beber do neoliberalismo é anacrônico e cada vez mais venenoso para o desenvolvimento.

*\* São professores do DeCE da UFRRJ e coordenadores do Grupo de Economia e Conjuntura do Sistema Financeiro – ECSiFin.*





# Sobre os determinantes da Taxa Selic e da inflação

João Marcos Hausmann Tavares\*

■ Embora o combate à inflação seja o principal objetivo legal da política monetária do Banco Central, há um relativo consenso entre economistas que a questão envolve a responsabilidade de outros atores.

Argumentos de matriz liberal, por exemplo, atribuem à política fiscal um papel central sobre a dinâmica da inflação, uma vez que a despesa pública é decisiva para a demanda na economia. Ao supor pleno emprego e que o investimento criador de capacidade produtiva não responde à demanda, considera-se haver pressão de demanda sobre os preços, uma vez que a capacidade de oferta não aumenta.

Há economistas, entretanto, que, valendo-se de argumentos dentro do largo espectro da heterodoxia (a partir do princípio da demanda efetiva para o longo prazo), consideram que o investimento produtivo responde positivamente às pressões de demanda, que deixa de ser determinante para a dinâmica da inflação. Já a mão de obra, mesmo nos momentos de forte nível de emprego, pode se expandir através de mecanismos como deslocamento da força de trabalho de atividades de baixa produtividade, atração de mão de obra de outras regiões do planeta, redução do desalento, entre outras.

Para estes economistas, o efeito da política fiscal sobre a inflação é bastante atenuado, sendo em geral indireto: política fiscal expansionista gera dinamismo econômico e aumento de emprego, que é um dos fatores que podem ajudar no aumento de salários pela via do aumento de poder de barganha dos empregados. Embora seja tema de debates, também se considera a possibilidade de o dinamismo econômico, em contexto





de restrição externa, pressionar pela desvalorização cambial pela via do aumento das importações.

Convém lembrar, conforme argumentam Bastian, Bastos, Bielschowsky e Braga (2016), que a desvalorização cambial é historicamente um fator-chave para compreender a dinâmica da inflação no Brasil.

O Conselho Monetário Nacional tem um papel político e institucional reconhecido. Atualmente composto pelo ministro da Fazenda, pela ministra do Planejamento e pelo presidente do Banco Central, cabe a ele definir a meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central, e seus intervalos de tolerância. Desde 2025, esta meta é apurada não em relação a um ano-calendário, mas ao acumulado de 12 meses – se nesta métrica o IPCA fica fora do intervalo durante 6 meses seguidos, a meta é considerada descumprida (Resolução 5.141/2024).

Desde 2017, a meta de inflação deve ser decidida até junho e para três anos à frente (antes eram 2) e seu intervalo de tolerância se reduz de 2% para 1,5%, para cima ou para baixo (já valendo para 2017). No mesmo ano se decide pela redução da meta a valer para 2019, interrompendo 14 anos de meta a 4,5% e iniciando uma trajetória de queda da meta de 0,25% por ano. O governo Lula herdou uma meta de inflação de 3,25% válida até dezembro de 2023 (Resolução CMN 4.831 de 2020) e de 3% até dezembro de 2025 (Resolução 4.918 de 2021 e Resolução 5.018 de 2022). O CMN (já com os ministros Fernando Haddad e Simone Tebet) manteve a meta de 3% para 2026 (com intervalo de tolerância de 1,5% para cima ou para baixo).

O Banco Central é uma autarquia com responsabilidades diversas, sendo o combate à inflação apenas uma delas – e a que mais interessa a este texto que escrevemos. Seu principal instrumento para combater a inflação é a Taxa Selic, determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom). O Copom é composto pelo presidente do Banco Central (indicado pelo presidente e aprovado pelo Senado para um período de 4 anos, iniciado no 3º ano do mandato do presidente da república) e por 8 diretores, indicados pelo presidente e aprovados pelo Senado (2 no início de cada ano de mandato do presidente, com possibilidade de uma recondução ao cargo). Ao receber a meta de inflação do CMN, devem escolher a Taxa Selic que entendem necessária para persegui-la. Quanto menor a meta e maior a inflação, maior pressão para que decidam por uma Selic mais alta.

Economistas podem discordar qual o principal canal de transmissão que dá poder de fogo à Selic no combate à inflação. A argumentação de matriz liberal, em geral, sublinha seu papel na ancoragem das expectativas de inflação e no seu impacto na demanda para influenciar a inflação. O aumento da taxa de juros mudaria as



escolhas dos agentes econômicos, reduzindo o consumo e o investimento produtivo. Já a confiança que essa política fosse mantida por certo tempo poderia influenciar nas expectativas de inflação futura, que seria parâmetro para agentes basearem suas decisões de precificação dos ativos e que influenciaria também nos próprios preços de bens e serviços.

Já economistas da tradição heterodoxa podem negar o canal de transmissão pela via da demanda e das expectativas de inflação, mas não negam certo poder de fogo da Selic no combate à inflação pela via do câmbio. A Taxa Selic alta atrai capital líquido externo, desde que haja um diferencial de taxa de juros reais significativa em relação aos países de moeda forte (em geral em relação ao FED/EUA), para cobrir eventuais riscos de aplicação no país (principalmente o risco de desvalorização cambial). A atração de capital gera valorização cambial, que reduz preço das importações (bens finais, equipamentos e insumos) e desloca produção doméstica para o mercado interno (que pode ganhar lucratividade em relação às exportações). No que toca ao câmbio, será menor a pressão para alta da taxa Selic quan-



to melhor estiver a saúde das contas externas. Para isso as exportações devem ser suficiente e persistentemente mais elevadas que as importações e o déficit das contas de serviços e rendas.

Embora tema de debates, a inércia de preços neste campo em geral não está associada à expectativa de inflação, mas à inflação passada, ao conflito distributivo e a mecanismos institucionais subjacentes. A perspectiva de conflito distributivo compreende a inflação como expressão matemática, nos preços, de conflitos de diferentes grupos sociais pela renda real – a inflação adéqua os ajustes nominais por partes dos diferentes atores separadamente à renda real da economia em seu conjunto. Alguns grupos tem mecanismos institucionais de indexação, outros de mercado e outros políticos. O juízo normativo sobre esse fator não se dá apenas pela mera existência de mecanismos institucionais de indexação ou não, mas considerando principalmente seus impactos relativos na distribuição de renda.

O papel da produtividade na formação dos preços é ao mesmo tempo pacífico e controverso entre economistas. “Produzir mais com menos” abre espaço para haver crescimento econômico com menor pressão inflacionária – não há quem discorde. Neste ponto, o que separa economistas é, de um lado, como medir conceitualmente e interpretar a variação de produtividade e, de outro, como levar ao aumento da produtividade na economia. Economistas de matriz liberal não distinguem preços e quantidades, tornando nebulosa a diferenciação entre a redução de custos via redução de salários com a redução de custos via melhoria das técnicas de produção. Entre economistas da tradição heterodoxa, a distinção entre preços e quantidades pode ser fundamental e torna mais clara o que são reduções de custos “espúrias” (via redução de salários) e o que são reduções de custos mais virtuosas (com avançar das técnicas).

O aumento da produtividade, dentro das perspectivas de matriz liberal, vem de melhoria da educação e de reformas institucionais microeconômicas que aproximem relações econômicas e sociais das relações de mercado. Tema ainda em debate no campo da economia heterodoxa, o aumento da produtividade pode ser visto como uma das facetas possíveis da inovação, que é coordenada e direcionada pelas decisões de Estado e sua influência no sistema nacional de inovação, em sentido amplo (incluindo educação, C&T, políticas de desenvolvimento produtivo, etc.).

A César o que é de César. Se a inflação tem múltiplas causas e se o papel da demanda em sua dinâmica pode ser menor do que o usualmente suposto, cabe ao Banco Central acompanhar e estimular o debate acerca dos efeitos do principal remédio que tem à disposição e seus



canais de transmissão. Tendo em vista a ampliação das alternativas de política econômica do país e do horizonte de possibilidades da sociedade brasileira, convém, em particular, testar e investigar qual o menor diferencial de juros possível que mantém o câmbio sob controle.

*\* É pesquisador do Gesp/UFRJ e da RedeSist/UFRJ.*

*As opiniões expressas nesse artigo são de exclusiva responsabilidade do autor.*

### **Bibliografia referenciada:**

*BASTIAN, Eduardo F. et al. Some stylized facts on external shocks and inflation upsurge in Brazil, 1951-1985. Texto para Discussão (IE/UFRJ), n. 28, 2016.*



CLIQUE E OUÇA



# Ideologia, interesses e disfuncionalidade na fixação da Taxa Selic

Fabiano Abranches Silva Dalto\*

■ Recentemente, o Presidente do Banco Central indicado pelo Presidente Lula, Gabriel Galípolo, expressou de forma clara e objetiva o dilema da autoridade monetária de ter que cumprir uma meta de inflação autoimposta e irrealisticamente baixa sem os instrumentos adequados para fazê-lo. Nas palavras tecnoburocráticas de Galípolo, “os canais de transmissão da política monetária não funcionam com a mesma fluidez que costumam funcionar em outros países aqui no Brasil, [de forma] que eventualmente você precisa dar doses maiores do remédio para conseguir o mesmo efeito”<sup>1</sup>. Apesar da reconhecida ineficácia do instrumento da política monetária para lidar com pressões inflacionárias sistemáticas, o Banco Central se torna refém do sistema de metas que criou para orientar a política de juros (Selic). Mesmo sabendo que o remédio aplicado tem efeito duvidoso<sup>2</sup>, por que o Banco Central continua aplicando o placebo?

Uma primeira razão, fundamentada na perspectiva econômica dominante, diz respeito à crença generalizada entre economistas de que a inflação decorre de aumento desmesurado da demanda agregada em relação à oferta agregada ou à capacidade de oferta da economia. E, no senso comum dos economistas, o déficit fiscal – característica permanente da maioria das economias do mundo, incluindo o Brasil – é o prin-





principal fator da demanda agregada determinante da inflação (medida ou esperada). Por isso, a sabedoria convencional defende a política monetária restritiva para contrabalançar supostos impactos inflacionários dos déficits fiscais. Portanto, na visão dominante entre economistas, o Banco Central fica de “mãos atadas” devido aos déficits fiscais persistentes – numa versão derivada do “efeito deslocamento” (efeito *crowding out*), a política monetária apertada seria uma consequência inevitável da política fiscal desequilibrada. A política monetária do Banco Central sofreria de “dominância fiscal”, de forma que sua capacidade de regular a liquidez para controlar o índice de inflação com taxas de juros baixas estaria comprometida pela política fiscal deficitária<sup>3</sup>. Finalmente, a crença de que o Banco Central deve compensar os efeitos expansionistas do déficit fiscal fundamenta-se na hipótese de que a economia está no (ou tende naturalmente ao) pleno emprego dos recursos produtivos, capital e trabalho.

É evidente que a hipótese de uma economia superaquecida e operando acima da capacidade produtiva de modo permanente é desprovida de fundamentação empírica. Segundo o nível de capacidade instalada medido pela Fundação Getúlio Vargas desde 1970, raramente a utilização da capacidade ultrapassou 85%, número que pode ser tomado como o “nível prático de plena capacidade”<sup>4</sup>. Considerando essa medida, mesmo em períodos de forte atividade econômica – como entre meados de 2007 e de 2008, em que o nível de ocupação do capital ficou pouco abaixo de 86%, a meta de inflação foi satisfeita. Em que pese ter apresentado certa recuperação pós-Covid, em 2025 a taxa de utilização da capacidade instalada ainda se encontra no nível de 10 anos atrás, ao redor de 80%.

No que concerne à disponibilidade da força de trabalho, sua utilização também está muito abaixo da plena capacidade. Desde que passou a ser medida, a taxa de subutilização da força de trabalho (medida do IBGE que inclui os desocupados, os trabalhadores com horas insuficientes de trabalho e a força de trabalho potencial)<sup>5</sup> raramente esteve abaixo de 15% da força de trabalho total. Depois de atingir cerca de 30% da força de trabalho na pandemia de Covid-19, a subutilização foi reduzida, mas ainda continua superior a 16%. Essa porcentagem representa cerca de 18 milhões de trabalhadores disponíveis para trabalhar que não encontram empregos suficientes. Além disso, existem cerca de 40 milhões de trabalhadores informais que também representam em sua maioria um enorme potencial produtivo desperdiçado, na medida em que esses trabalhadores geralmente desempenham atividades de baixa produtividade.

Em suma, as condições necessárias para que a demanda agregada



supere a oferta agregada e faça pressão contínua sobre a inflação não existem na economia brasileira, haja vista que recursos produtivos fundamentais, capital e trabalho, são amplamente subutilizados. As evidências sobre o poder da política monetária para controlar a inflação por meio de sua influência sobre a demanda agregada são, portanto, inexistentes e certamente conhecidas pelo Banco Central. Inevitavelmente, deve haver outros objetivos que o Banco Central pretende atingir com sua política de juros para controlar a inflação.

O atual Presidente do Banco Central e seus predecessores, assim como especialistas e consultores, reiteradamente apontam para o aquecimento do mercado de trabalho e do crescimento dos salários como variável que preocupa para o controle inflacionário<sup>6</sup>. Para alguns economistas, de fato, com taxas de desemprego medidas abaixo de 7% o Brasil já deveria estar vivendo um período de aceleração da inflação, visto que a taxa de desemprego que não acelera a inflação brasileira (a Nairu-BR) tem sido rigorosamente calculada entre 8,5 e 10%<sup>7</sup>. Seja como for, a elevação da taxa Selic – promovida pelo Banco Central nos últimos 12 meses para o nível mais alto em 19 anos – também não conseguiu gerar o desemprego supostamente desinflacionário. Para sorte do Banco Central, nem a taxa de desemprego abaixo de 8,5% nem o crescimento firme dos salários têm sido capazes de gerar uma taxa de inflação acima da média histórica brasileira e muito menos aceleracionista.

As evidências mostram que os mais importantes contribuidores para os índices da inflação brasileira são predominantemente alimentos, transportes, habitação e saúde. Nenhum desses itens tem preços



particularmente sensíveis à taxa de juros. As pessoas geralmente não recorrem a empréstimos para comprar combustível para seus carros, mantimentos ou pagar aluguel. De fato, aumentar as taxas de juros pode ser até perverso: juros mais altos reduzem a compra de imóveis, bem como a construção de novas casas, o que significa que aqueles que poderiam ter adquirido casas precisam competir por uma oferta limitada de aluguéis, elevando o preço dos aluguéis e alimentando uma inflação moderada<sup>8</sup>.

Enquanto a política monetária tem se mostrado ineficaz para objetivamente controlar os determinantes da inflação, o elevado patamar da taxa Selic tem sido atribuído, ainda que infundadamente, ao “risco fiscal” ou ao nível de endividamento público. Por óbvio, um país monetariamente soberano não incorre em “risco fiscal”, porque a dívida pública em moeda nacional é livre de risco de não pagamento e a taxa de juros sobre a dívida pública é fixada pelo próprio governo.

De fato, a melhor explicação para que se mantenha a taxa Selic em patamares tão elevados é a mera ideologia ou os jogos de espelhos que buscam dissimular os reais interesses em questão. A política de juros elevadíssimos tem servido de argumento para reformas que retiram direitos de trabalhadores ativos e aposentados, bem como destituem o governo da responsabilidade de prover serviços públicos universais de saúde, educação, transporte e habitação.

O uso da taxa de juros como mecanismo de controle da inflação – surja essa última do que for – tem se mostrado ferramenta muito imprecisa para influenciar os preços de mercadorias e serviços. É necessário encontrar formas mais adequadas de pensar e lidar com a inflação. Nas circunstâncias atuais, de preços de bens e serviços essenciais (como alimentos e energia) fortemente influenciados ou determinados por manipulação e especulação de grandes oligopólios globais, a solução mais adequada é a de se trabalhar para que o governo controle as condições de oferta e de fixação de preços desses bens e serviços essenciais. Isso, no entanto, exige muito mais labor e intencionalidade do que a simples fixação da taxa de juros em algum patamar supostamente desinflacionário. Essa, por sua vez, é dissimulada como a ação possível, mas tem sido usada também como pretexto para que se tome medidas fiscais disfuncionais para a constituição de uma prosperidade compartilhada; disfuncional inclusive para o controle da inflação.

\* É professor titular do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da UFPR e diretor-presidente do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

1 Galípolo diz que ‘canais de transmissão’ da política monetária têm menor fluidez



no Brasil. O Globo, Rio de Janeiro, Economia, 01 de abril de 2024. Disponível em <https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2025/04/01/galipolo-diz-que-canais-de-transmissao-da-politica-monetaria-tem-menor-fluidez-no-brasil.ghtml>

2 RIBEIRO, R. S. M.; LIMA, G. T.; SERRA, G. P.; SANCHES, M. Transmissão Assimétrica da Política Monetária sobre a Inflação por Grupos do IPCA: Uma Análise Empírica. São Paulo: Centro de Pesquisa em Macroeconomia das Desigualdades (Made/USP), 2024. (Working Paper, n. 24). Disponível em [https://madeusp.com.br/wp-content/uploads/2024/09/WP24-transmissao\\_assimetrica.pdf](https://madeusp.com.br/wp-content/uploads/2024/09/WP24-transmissao_assimetrica.pdf).

3 SARGENT, Thomas J. & WALLACE, Neil (1981).

4 Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica (FGV/Conj. Econ.) - CE12\_CUTIND12.

5 IBGE (2023).

6 Mercado de trabalho aquecido pode tornar desinflação custosa e lenta, diz Galípolo - 07/06/2024 - Mercado – Folha. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/06/mercado-de-trabalho-aquecido-pode-tornar-desinflacao-custosa-e-lenta-diz-galipolo.shtml>

7 Taxa de desemprego de equilíbrio brasileira está mais próxima dos 8,5% da PEA | Blog do IBRE. Disponível <https://blogdoibre.fgv.br/posts/taxa-de-desemprego-de-equilibrio-brasileira-esta-mais-proxima-dos-85-da-pea>

<https://revistalide.com.br/samuel-pessoa-e-recomendavel-e-possivel-ter-fiscal-neutro-ou-levemente-contracionista-em-2023>

8 FGV-IBRE. Aluguéis e Copom: como o ritmo de redução de juros pode afetar os preços. Blog da Conjuntura Econômica. 08 de maio de 2024. <https://ibre.fgv.br/blog-da-conjuntura-economica/artigos/alugueis-e-copom-como-o-ritmo-de-reducao-de-juros-pode-afetar>.





# Câmbio, desemprego, salários, inflação e a recente alta da taxa de juros no Brasil: 2024-25

Ricardo Summa\*

■ O Banco Central do Brasil iniciou, no fim de 2024, um novo processo de aumentos na taxa básica de juros – a taxa Selic. Como consequência, a taxa de juros real, que já se situava em patamares altos em termos históricos, chegou em maio de 2025 a quase 9% a.a. (Figura 1). Neste sucinto texto iremos abordar (1) como este processo se justifica; (2) quais as possíveis consequências diretas para a economia, em termos de inflação e desemprego; (3) quais as possíveis consequências indiretas em termos de crescimento e desemprego.

## Câmbio, juros e inflação em 2024-25

Para abordar os possíveis impactos da taxa de juros sobre a inflação, utilizaremos a abordagem da inflação de custo e conflito distributivo. Nessa visão, a inflação depende dos preços monitorados, do comportamento dos salários – que reflete o poder de barganha dos trabalhadores – e do comportamento do preço dos bens *tradables* em R\$, dependentes da taxa de câmbio nominal e do preço destes bens em US\$. Um canal de transmissão da taxa de juros para a inflação que permite o controle inflacionário ocorre via valorização da taxa





nominal de câmbio. A maneira de fazer isso é via diferencial de juros positivo e atração de fluxos de capitais<sup>1</sup>. Outro possível canal de transmissão é a taxa de juros esfriar a economia e gerar desemprego suficientemente alto, reduzindo o poder de barganha dos trabalhadores a ponto que os salários nominais subam de maneira bem mais moderada.

A inflação brasileira chegou a mais de 10% a.a. ao longo de 2022. A alta da inflação em 2021-22 pode ser explicada por uma forte desvalorização cambial – resultado de um diferencial de juros negativo feito pelo BCB em um contexto de turbulências com a pandemia – seguida de um aumento no preço das commodities em US\$. Por outro lado, devido à taxa de desemprego alta e ao baixo poder de negociação dos trabalhadores, os salários nominais subiram menos que a inflação, levando a uma diminuição dos salários reais<sup>2</sup>.

Em 2023 a inflação foi sendo controlada e chegou a ficar abaixo de 4% a.a. entre meados de 2023 e 2024. Após o aumento da taxa de juros e a retomada de diferenciais positivos de juros, a taxa de câmbio nominal se valorizou, e com certa estabilidade dos preços das commodities em US\$, a inflação cai e fica dentro da meta. Note que este controle inflacionário foi possível mesmo com a retomada do crescimento dos salários nominais acima da inflação. Estes foram consequência de taxas de crescimento do PIB mais altas, taxa de desemprego mais baixa e da volta da política de aumentos reais no salário mínimo. Isso indica que a redução da inflação não foi pelo canal desemprego-salários, muito pelo contrário.

O ano de 2024, entretanto, foi marcado por uma forte desvalorização de 28% da taxa de câmbio nominal. Este comportamento da taxa de câmbio foi resultado de um diferencial de juros menor (o Banco Central começa a reduzir a taxa Selic no fim de 2023), em um contexto em que as importações aumentaram bastante devido à retomada do investimento. Houve ainda pressão decorrente de fluxos de saída de capitais, em um contexto de maior desregulamentação do mercado cambial brasileiro e aumento de operações de criptomoedas e dolarização das contas correntes de brasileiros com novas plataformas financeiras digitais. Este movimento foi agravado pela demora do BCB em atuar no mercado à vista de câmbio<sup>3</sup>.

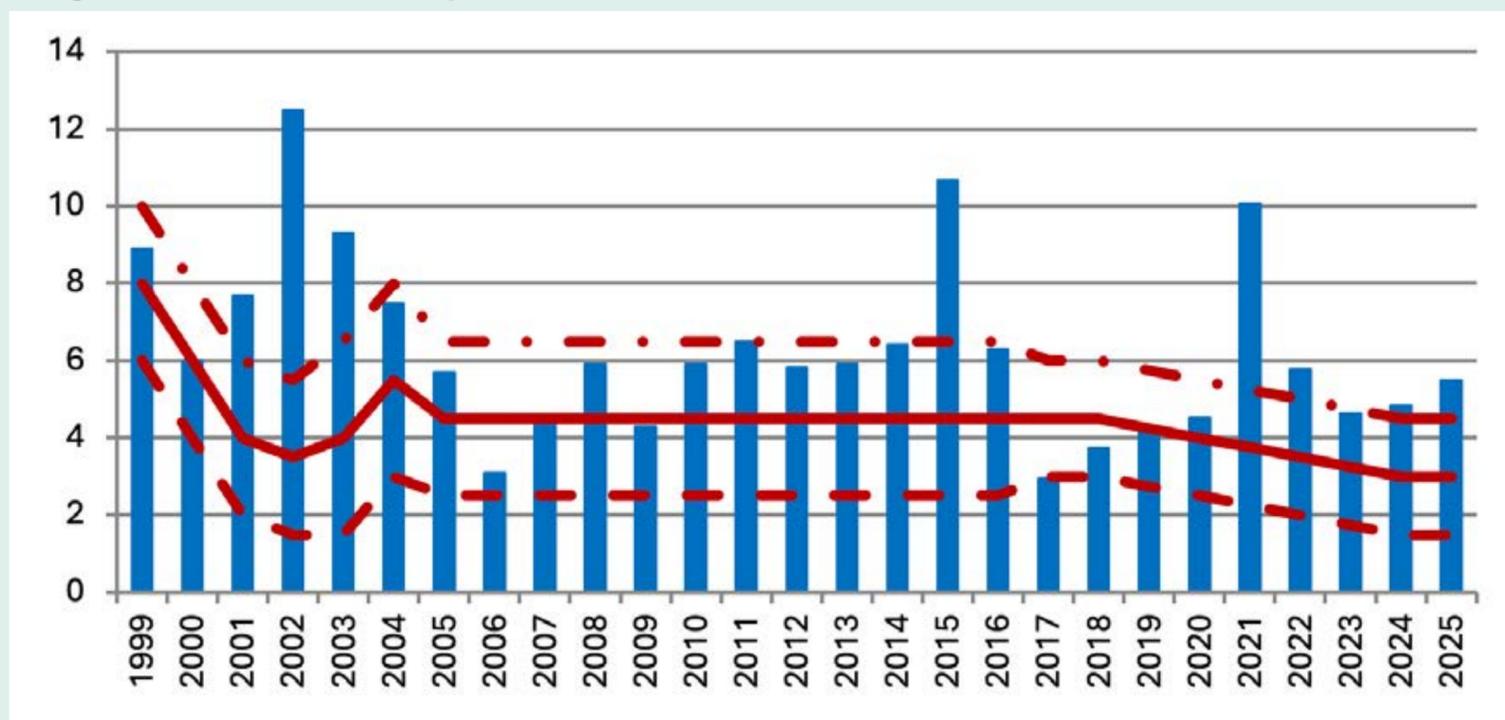
O Banco Central respondeu a esse processo de desvalorização cambial, que se intensificou no fim de 2024, vendendo dólar no mercado à vista, e aumentando a taxa básica de juros em 3% (anunciado ainda no fim de 2024, mas implementado em parte no início de 2025). Com isso, houve uma reversão e o câmbio entrou em um processo de valorização em 2025. Tendo em vista as turbulências no mercado financeiro internacional, a taxa básica de juros fixada pelo FED estar ainda em pa-



### Figura 1 – Taxa real de juros no Brasil 2003-2025



### Figura 2 – Inflação e meta no SMI



Fonte: BCB, IBGE. \* A inflação de 2025 se refere ao acumulado em 12 meses até abril.

tamares altos e os possíveis efeitos negativos da rápida desvalorização cambial sobre os salários reais, a resposta do BCB, aumentando substancialmente a taxa de juros, parece ter sido inevitável.

## Juros, desemprego e salários

O aumento dos juros (e seus efeitos no câmbio) parece ter começado a diminuir as pressões inflacionárias na margem. Isso ocorreu sem que tenha havido uma clara redução na demanda agregada. De fato, a taxa de desemprego segue em patamares baixos, e não há nenhum sinal de recessão no horizonte. Mas como é possível manter a



atividade econômica aquecida mesmo com a Selic alta?

A taxa real de juros tem impacto em variáveis como o consumo de bens duráveis e o investimento residencial financiado via crédito. Apesar da taxa de juros básica ter aumentado, o governo adotou medidas compensatórias para estimular o crédito, como a retomada do programa Minha Casa Minha Vida, o uso do BNDES para financiar projetos de infraestrutura de estados e municípios e, mais recentemente, a extensão da possibilidade do crédito consignado para trabalhadores CLT. Por um lado, estas medidas podem ter mitigado os efeitos da alta da Selic sobre os gastos financiados por crédito.

Por outro lado, e mais importante, está a manutenção de uma política fiscal mais expansionista. Esta é decorrente da política de aumento real do salário mínimo e seus efeitos nas transferências federais para as famílias, do pagamento de precatórios para famílias (e outros gastos emergenciais não incluídos na meta fiscal), pela retomada do investimento das estatais federais e dos estados e municípios<sup>4</sup>.

Os efeitos líquidos de uma política monetária mais contracionista e uma política fiscal mais expansionista parecem ter sido de manter o crescimento com desemprego baixo e a recuperação dos salários reais no ano de 2025.

## Riscos ao crescimento

O problema é que esta política fiscal expansionista que garantiu boa parte do crescimento recente não foi exatamente planejada, dependendo de uma conjunção de fatores independentes, e tampouco tem sido defendida com entusiasmo pelo governo.

Recentemente, o Ministério da Fazenda defendeu crescimento com menos impulso fiscal, e tem propagado que uma nova reforma da previdência é inevitável. Por um lado, o Banco Central tem enfatizado em suas recentes altas que a política fiscal expansionista constitui um risco para o controle inflacionário.

Por outro lado, a inflação em um contexto de recomposição salarial, mesmo sem pressões inflacionárias advindas do câmbio nominal, pode se tornar incompatível com a nova meta de 3%. Esta, que era 4,5% até 2018, foi sendo reduzida, justamente no período em que os salários reais diminuíram. Isso pode gerar pressões adicionais para políticas de austeridade para gerar desemprego mais alto e reversão das políticas sociais para eventualmente controlar a inflação salarial.

Uma possível desaceleração do crescimento, dessa forma, seria muito menos consequência direta da alta da taxa Selic isoladamente, e mais da orientação geral restritiva da política econômica, que poderia vir a partir do acirramento do conflito distributivo, como vimos em 2015<sup>5</sup>.



\* É economista, professor do IE/UFRJ e coeditor do periódico *Review of Keynesian Economics* (ROKE).

1 Serrano, F., Summa, R., & Aidar, G. (2021). Exogenous interest rate and exchange rate dynamics under elastic expectations. *Investigación económica*, 80(318), 3-31.

2 Summa, R. (2024). A economia política da inflação brasileira. *Phenomenal World*: [https://www.phenomenalworld.org/pt-br/author/ricardo\\_summa/](https://www.phenomenalworld.org/pt-br/author/ricardo_summa/)

3 Marins, N., Summa, R.; Consul, D. (2025) O comportamento da taxa de câmbio nominal entre o Real brasileiro e o dólar americano em 2024. *Blog do Centro Celso Furtado*: <https://centrocelsofurtado.org.br/blog/2025/03/25/o-comportamento-da-taxa-de-cambio-nominal-entre-o-real-brasileiro-e-o-dolar-americano-em-2024/>

4 Summa, R., Haluska, G. & Serrano, F. (2025). Actual government spending and the resumption of growth in Brazil: 2023-24 *Phenomenal World*, no prelo.

5 Serrano, F., & Summa, R. (2018). Conflito distributivo e o fim da “breve era de ouro” da economia brasileira. *Novos estudos CEBRAP*, 37, 175-189.





# O que a política monetária pode e o que ela não pode fazer?

Maria Isabel Busato\*

■ Neste artigo, discuto os fundamentos da tradição neoclássica que orientam o papel da política monetária (PM) e a defesa de regras para sua condução, visando também a refletir sobre a política de juros no Brasil. Seu título foi inspirado em texto escrito por Milton Friedman em 1968, chamado *The role of monetary policy*. Friedman é amplamente reconhecido como um dos mais influentes economistas liberais do século XX e moldou a visão moderna sobre o papel e a forma de condução da PM<sup>1</sup>.

Crítico do primeiro Consenso Macroeconômico pós-crise dos anos 1930, Friedman questionou a conveniência e eficácia de políticas discricionárias de estabilização do ciclo econômico. Seguiu os princípios neoclássicos de tendência à estabilidade econômica e de autoajuste dos mercados. Para ele, na ausência de choques, a economia tende à sua trajetória natural, com mercados se equilibrando via preços. Não por acaso, em *Uma História Monetária dos Estados Unidos* (1963), Friedman e Schwartz concluíram que todas as grandes flutuações do PIB estadunidense teriam sido precedidas por intervenções monetárias, fonte de instabilidade do sistema.

Esta tese pode ser compreendida a partir do artigo *A Restatement of the Quantity Theory of Money (QTM)* (1956), onde Friedman apresenta a “Versão de Cambridge” da TQM<sup>2</sup>, que, expressa em taxas,





ganha a forma . Para dado  $k$ , a taxa de crescimento da oferta de moeda é igual à soma das taxas de inflação e do crescimento do produto real. No longo prazo, taxa de expansão monetária acima do crescimento do produto potencial acelera a inflação. No curto prazo, porém, choques monetários podem aumentar temporariamente o produto<sup>3</sup>.

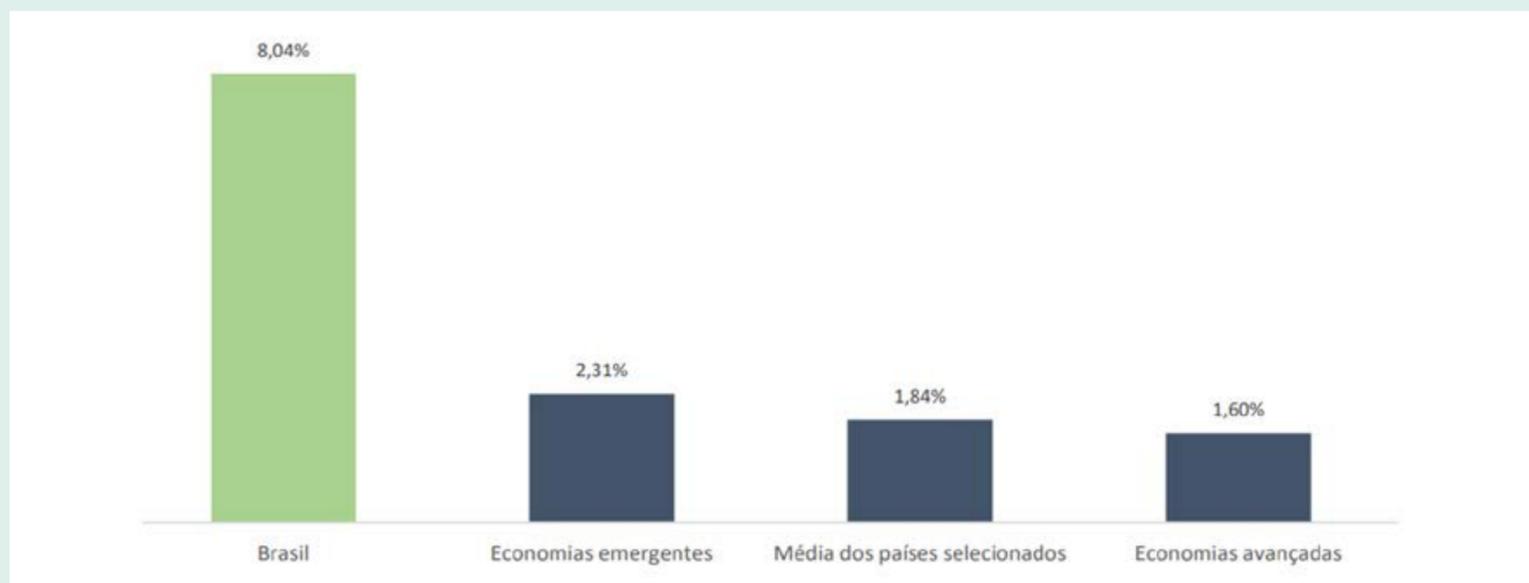
No curto prazo, em equilíbrio, firmas maximizam lucros e só ampliam a produção e o emprego após um choque de demanda se o salário real cair, pois a produtividade do trabalho é decrescente. Do ponto de vista do trabalhador, o aumento da oferta de mão de obra dependeria do aumento do salário real. Então como poderia ser a moeda não neutra no curto prazo? Friedman (1968) argumenta que os preços dos produtos são mais flexíveis que os dos fatores. Assim, um choque monetário aumenta os preços mais rapidamente do que os salários nominais, reduzindo o salário real, o que estimula a contratação de trabalhadores. Estes, por sua vez, interpretam o aumento nominal salarial – com base em expectativas adaptativas – como real, pois comparam a taxa de aumento salarial com a inflação passada, antecipando, equivocadamente, um aumento real salarial, levando a um aumento temporário na oferta de trabalho. Esse processo duraria até que os agentes ajustassem suas expectativas. Ao perceberem que superestimaram os salários, os trabalhadores retraem a oferta de trabalho, o produto e o emprego retornam ao nível potencial, mas a inflação permanece mais alta.

É precisamente o reconhecimento de que a PM pode afetar o produto no curto prazo que fundamenta a defesa de regras para sua condução. Trata-se de um instrumento poderoso demais para decisões discricionárias. Esse debate se intensificou nos anos 1970, primeiramente com R. Lucas, cujos fundamentos para a não neutralidade da moeda no curtíssimo prazo são muito semelhantes àqueles apontados por Friedman. Na Curva de Oferta de Lucas, é a percepção de mudança nos preços relativos, causada por uma surpresa monetária, que causaria efeitos reais. Kydland e Prescott (1977), porém, foram além, ao argumentarem que políticas discricionárias são, em geral, inconsistentes intertemporalmente, tendo seu trabalho exercido grande influência no debate sobre regras não só para a PM, mas igualmente para a fiscal. Para eles, políticas econômicas formuladas de maneira discricionária, mesmo quando inicialmente ótimas, tendem a ser inconsistentes no tempo. E vão além: mesmo que os Bancos Centrais (BCs) anunciem uma regra, eventualmente podem ter incentivos a se desviarem delas. Por esta razão, além das regras, BCs independentes seriam mais apropriados para evitar vieses, seja de inflação ou deficitários da política fiscal.

Nos anos 1990, chegamos ao chamado “Novo Consenso” (NC)<sup>4</sup>. Em uma versão bem simplificada, a inflação persistente continua sendo vis-



## Gráfico 1: Despesa com transações da dívida pública – Governo Geral – Brasil e países selecionados – Anual – 2022 (% do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional, Relatório COFOG, 2025, p. 23.

ta como resultado do excesso de demanda<sup>5</sup> e o Regime de Metas para a Inflação (RMI) torna-se elemento central do conjunto de prescrições de política: o Banco Central define uma meta para a inflação e usa a Curva de Phillips para estimar a inflação esperada. Se esta excede a meta, o BC eleva os juros<sup>6</sup> a fim de reduzir a demanda e o crescimento.

Nesse ponto, cabe uma pergunta fundamental: por que razão se deve conter/frear a demanda se o PIB estiver acima do potencial? A resposta está na premissa da exogeneidade do produto potencial em relação à demanda. Em todos esses modelos, aquele é determinado por fatores reais: capital, trabalho e produtividade<sup>7</sup>. Dito de outra forma, se a taxa de expansão monetária supera a taxa de crescimento do produto potencial, provendo ao sistema mais liquidez do que a necessária, tem-se pressão inflacionária. Nada de essencial mudou, portanto, desde a resposta dada por Friedman sobre o que a política monetária pode e o que ela não pode fazer. A PM pode controlar a inflação e pode até afetar o produto real e o emprego no curto prazo, mas não pode promover crescimento a longo prazo, crença até hoje dominante<sup>8</sup>.

Sendo a tradição neoclássica aquela que vem orientando a adoção da política monetária no Brasil, pode-se compreender assim as razões para a adoção de uma regra para a sua condução e o uso dos juros como instrumento para atingir a meta de inflação. Restaria ainda, porém, uma reflexão sobre o que a política de juros elevados vem de fato fazendo no Brasil. Resumidamente, embora se argumente que seu uso tem como objetivo agir sobre a inflação via controle da demanda, a política de juros age: controlando a inflação através do câmbio; tem efeitos diretos no conflito distributivo ao impedir que o emprego



aumente; e, por fim, tem impacto perverso na distribuição através do montante de pagamento de juros sobre a dívida.

Sobre essa última dimensão, no gráfico 1 a seguir, pode-se verificar que as despesas com a dívida do Governo Geral em % PIB são de 8,04% no Brasil, sendo de 2,31% para o conjunto dos países emergentes.

Por outro lado, naquele mesmo ano (2022)<sup>9</sup>, a razão Dívida/PIB para o Brasil, economias emergentes e avançadas foi de respectivamente 84%, 64% e 109%<sup>10</sup>. Ou seja, o Brasil pagou aproximadamente 3,68 vezes mais despesas, basicamente juros (% PIB), do que a média dos emergentes (268% a mais), com uma dívida 31% mais elevada como %PIB. Se a dívida brasileira é apenas moderadamente maior, mas o custo do serviço da dívida é quase quatro vezes superior, isso sugere que o problema não está necessariamente no tamanho da dívida, mas no seu custo, particularmente se considerarmos a razão dívida/PIB dos avançados, bastante superior.

As razões em geral apresentadas para o Brasil experimentar uma das mais elevadas taxas de juros do mundo seriam: (i) inflação persistentemente acima da meta; (ii) relação Dívida/PIB acima da média; e (iii) condições externas menos favoráveis. Nenhuma das três razões, porém, parece se sustentar: desde sua adoção, a meta não foi cumprida apenas pontualmente, em 2001, 2003, 2015, 2021, 2022 e 2024; a razão dívida/PIB é inferior à de países desenvolvidos com baixa participação estrangeira; e as condições externas são relativamente favoráveis. Parafraseando André Lara Resende, presos a velhas convicções, perdemos de vista o que a política monetária de fato faz.

*\* É professora de Macroeconomia do IE/UFRJ. Faz parte dos grupos de pesquisa GDE (Grupo de Dinâmica Econômica) e Gesp (Grupo de Economia do Setor Público), ambos vinculados ao IE/UFRJ. Sua tese de doutorado recebeu o primeiro lugar no I Prêmio de Publicação Discente do IE/UFRJ, resultando na publicação do livro Crescimento econômico e restrição externa. Organizou, juntamente com outros autores, o livro Escolas de Macroeconomia, publicado pelo Corecon-RJ.*

*1 Ou seja, a ênfase na necessidade de regras, e não o debate sobre o melhor desenho para a mesma.*

*2  $M=kPy$ , onde  $M$  representa a oferta de moeda em equilíbrio com a demanda por moeda;  $k$  é o inverso da velocidade circulação da moeda ( $1/V$ ) e  $y$  a taxa real de crescimento do PIB.*

*3 A melhor explicação descritiva do efeito da política monetária no curto prazo encontra-se em Friedman (1968).*

*4 Busato et. al (2009).*

*5 Considera-se que choques de custos têm média zero, logo não podem explicar a inflação persistente.*

*6 Abandona-se, portanto, a possibilidade de controle de algum agregado monetário.*

*7 “[O] produto potencial (de longo prazo) independe das condições de demanda [...]” (TAYLOR, 2000, p. 90).*



8 Visão radicalmente oposta sobre o papel da política monetária pode ser construída se supusermos a validade da demanda efetiva no longo prazo. Não é tema deste artigo, mas, neste caso, o crescimento da demanda, ao invés de pressionar os preços, ainda que possa fazê-lo em certas circunstâncias ou setores, irá estimular o investimento, a acumulação de capital e o produto potencial.

9 Dados FMI. A dívida líquida do Brasil naquele ano foi de 56,1%.

10 Ver Busato & Lins (2021). A participação estrangeira da dívida interna brasileira é inferior aos níveis que o FMI considera arriscado com possibilidade de rápida repatriação.

## Referências

- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 85(3), p. 473-491, 1977.
- BUSATO, M. I.; MOREIRA, R. CAVALCANTI, A. A dinâmica inflacionária do New consensus economics: Uma análise crítica. *Revista de Análise Econômica*, 2009.
- FRIEDMAN, M. [1968] O papel da política monetária. In: SHAPIRO, E. (Org.) *Análise macroeconômica: leituras selecionadas*. São Paulo: Atlas, 1978. p.417-433.
- FRIEDMAN, M. [1956]. A Restatement of the Quantity Theory of Money (QTM).
- BUSATO, M. I & LINS, J. Intolerância à dívida e austeridade expansionista: Uma revisão crítica à luz do debate recente. Disponível em [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2021/TD\\_IE\\_014\\_2021\\_BUSATO\\_ALMEIDA.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2021/TD_IE_014_2021_BUSATO_ALMEIDA.pdf)
- MARTINS, N & BUSATO M.I A pandemia de Covid-19 e a política fiscal: o que há de novo na visão do mainstream? *Revista Nova Economia*, v. 33 n. 1 2023.
- TAYLOR, J. B. Teaching modern macroeconomics at the principles level. *The American Economic Review*. Vol. 90, n.2. May, 2000. p. 90-94
- TESOURO NACIONAL (2025). Classificação COFOG – Classification of Functions of Government. <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/cofog-despesas-por-funcao-do-governo-geral/2023/114>. Resultados de 2023



CLIQUE E OUÇA



# O primordial é estabilizar a taxa de câmbio e afastá-la dos R\$ 6/US\$

Victor Leonardo de Araujo\*

■ A economia brasileira desacelerou durante o primeiro trimestre de 2025, mas os indicadores de conjuntura sugerem que esta desaceleração é suave e bem menos intensa do que apontavam as projeções mais pessimistas. Neste período, o PIB cresceu 1,4%, segundo os dados das Contas Nacionais Trimestrais, divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Pelo lado da oferta, a queda de 1% da indústria de transformação foi o sinal mais contundente dessa desaceleração; todavia, pelo lado da demanda, o forte crescimento do investimento (3,1%) e do consumo das famílias (1%) sugere que a elevação da taxa básica de juros Selic por parte do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BCB) foi mais suave do que muitas e muitos economistas previam. As projeções de crescimento do PIB de 2025 feitas pelo Ministério da Fazenda (2,4%) e pelos economistas do mercado financeiro, expressas no Relatório Focus do BCB (já se aproximando de 2,2%), confirmam uma desaceleração suave, e, portanto, um impacto moderado do aperto da política monetária.

Esses resultados obtidos até aqui e as projeções de uma desaceleração apenas suave têm surpreendido economistas de um amplo espectro de filiações teóricas. O ciclo de aumento da taxa básica de juros iniciado em setembro de 2024 por parte do Copom levou a taxa Selic nominal a 15% a.a. em junho de 2025, e ao nível real de 8,95%.





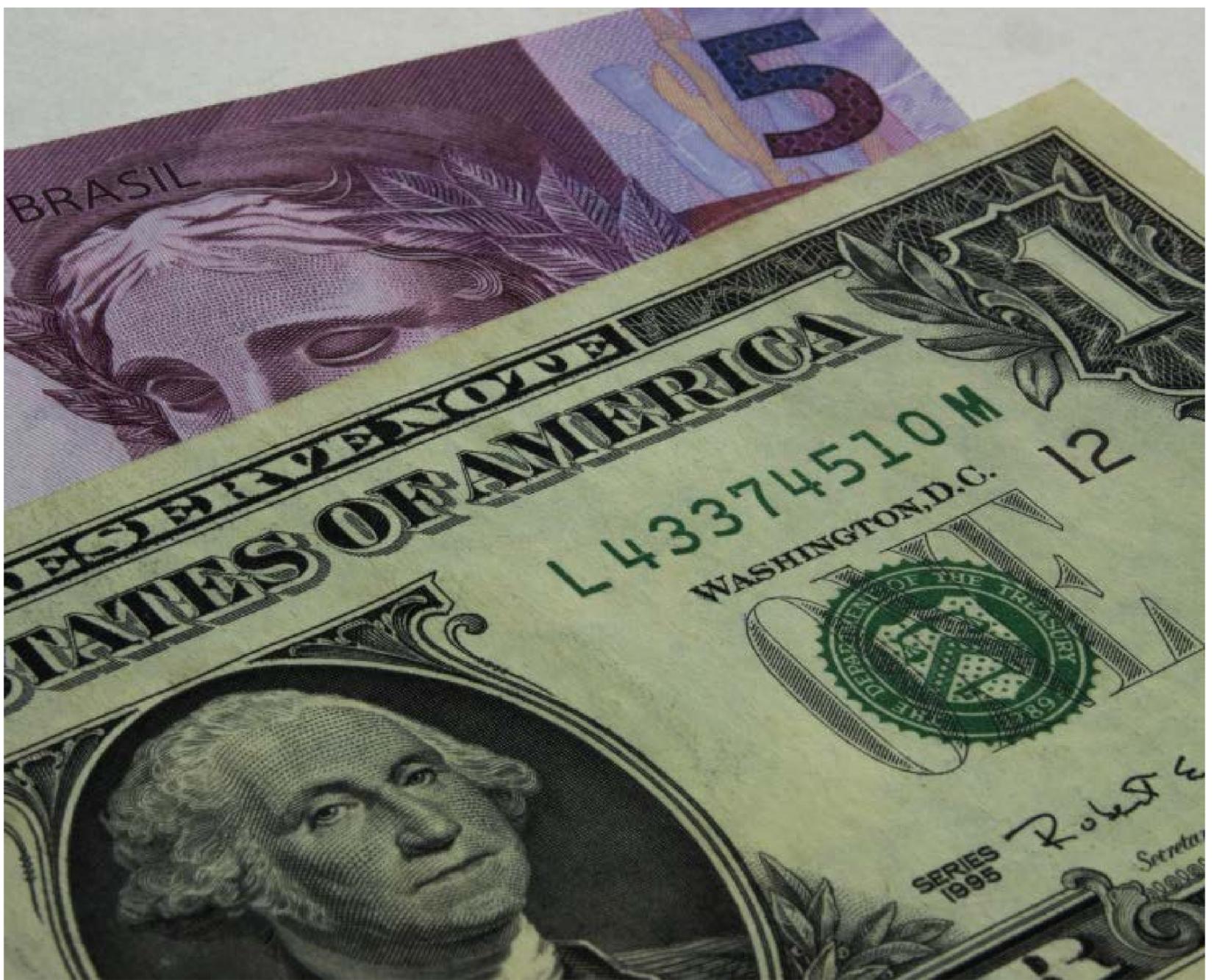
A elevação dos juros básicos parecia contratar uma forte desaceleração econômica. No plano político, poderia significar o término antecipado do terceiro governo Lula e a eleição certa de algum candidato oposicionista da extrema direita, catapultado pela (má) escolha de Gabriel Galípolo para a presidência do BCB.

Em artigo publicado em março por este *Jornal dos Economistas*, eu defendi que os juros altos ainda eram responsabilidade do ex-presidente do BCB, Roberto Campos Neto, que permitiu perigosamente que a taxa de câmbio sofresse abrupta depreciação durante todo o segundo semestre de 2024 sem nada fazer. Sob estas condições, reduzir a Selic depois da taxa de câmbio alcançar os R\$ 6,20/US\$ seria o mesmo que contratar uma nova disparada da taxa de câmbio, afetando perigosamente a inflação. Essas condições ainda permanecem. Entre dezembro de 2024 e maio de 2025, já sob a gestão de Galípolo, a taxa de câmbio se apreciou 7% na cotação média mensal, estabilizando-se em torno de R\$5,60/US\$, portanto, ainda perigosamente próxima aos R\$ 6.

Diante de tudo isso, dois pontos precisam ser destacados sobre a alta da Selic.

O primeiro diz respeito aos efeitos aparentemente modestos dos juros altos sobre a atividade econômica. Desde que tomou posse como Presidente da República em seu terceiro mandato, Lula vinha fazendo críticas públicas a respeito dos juros altos sob a gestão de Campos Neto à frente do BCB. No terceiro governo Lula, o piso nominal da taxa básica foi de 10,5% a.a. entre maio e agosto de 2024, e o piso real da taxa básica esteve entre 5,5% e 6,5% a.a. entre janeiro e setembro de 2024, muito acima da média de todo o governo Bolsonaro. Todavia, os juros altos não impediram que o PIB acumulasse crescimento real de quase 7% nos dois primeiros anos de seu governo. A economia brasileira conseguiu retomar o crescimento, a taxas moderadas, mas bastante superiores à média anual de 1,1% que prevaleceu entre 2015 e 2022. O desemprego caiu, comandado pela geração de empregos formais, e o salário médio voltou a crescer acima da inflação. O investimento tem crescido acima do PIB.

Há nuances na desaceleração econômica destes primeiros meses de 2025 que precisam ser explicitados. Os dados de atividade econômica mensais divulgados pelo IBGE apontam para um padrão de queda da produção física da indústria de transformação nos últimos dois trimestres de 2024, seguida de uma recuperação mais firme no primeiro trimestre de 2025. O comércio varejista ampliado descreveu trajetória semelhante, tendo contraído nos meses de novembro e dezembro de 2024 e recuperado no início de 2025. A desaceleração parece



ter vindo essencialmente por meio do canal do crédito. No primeiro trimestre de 2025, o estoque de crédito encolheu 1,13% em termos reais. Todavia, o crédito às pessoas físicas cresceu 0,5% no mesmo período, de modo que o segmento que puxou o encolhimento foi o das pessoas jurídicas: -2,5%. Em abril, o crédito voltou a crescer.<sup>1</sup>

Eis então o segundo ponto que queremos destacar aqui. Até aqui, a desaceleração é moderada e tem descrito um padrão que parece estar mais associado às volatilidades enfrentadas pela taxa de câmbio no fim de 2024 do que pela taxa Selic. Isto não deve ser mera coincidência, mas sim um padrão que já pode ser observado há bastante tempo na economia brasileira.

Nos últimos 20 anos, dois fatos estilizados têm merecido pouca atenção dos economistas. O primeiro é que a economia cresceu pouco ou quase nada durante os momentos em que a Selic atingiu seus pisos históricos nominal e real no pós-Plano Real: durante o primeiro governo Dilma (mais especificamente, entre o final de 2011 e meados de 2013) e entre o final de 2017 e o primeiro semestre de 2021, durante os governos Temer e Bolsonaro. Adicionalmente, os anos de maior crescimento durante o pós-Plano Real (2004 a 2012, quando a taxa média anual de crescimento do PIB foi de 4%) coincidiram com uma taxa Selic nominal média de 12,75% a.a. e real de 6,9% a.a., um



padrão similar ao atual. O segundo fato estilizado é que, durante a maior parte do tempo em que a economia brasileira cresceu à taxa de 4% a.a., a taxa de câmbio se apreciava; a reversão dessa trajetória de apreciação cambial coincidiu com a desaceleração e a crise; e desde então tem se observado uma incrível correlação inversa entre o crescimento trimestral do PIB e a trajetória da taxa de câmbio.

Neste sentido, os resultados desconcertantes apontam que a taxa de câmbio é a variável mais relevante, mas não no sentido apontado pelos novos-desenvolvimentistas, que recomendam a sua depreciação como parte integrante de um projeto de reindustrialização por meio da competitividade externa da produção doméstica face à importada. A estabilidade cambial, quiçá a sua apreciação, parecem ser condições para uma trajetória de crescimento mais sustentado do produto e do emprego. Por outro lado, a taxa Selic parece ter efeitos mais indiretos, e talvez até secundários, sobre o nível de atividade. Uma hipótese é que, após anos de Selic elevada, as grandes empresas – as que comandam os ciclos de atividade econômica – têm parte de suas receitas em ativos financeiros cuja remuneração de referência é a taxa básica de juros, compensando, integral ou parcialmente, os aumentos de custos financeiros decorrentes da elevação da Selic. Adicionalmente, na existência de políticas de estímulo ao consumo – mercado de trabalho aquecido, aumento dos gastos do governo, entre outros –, mesmo se a taxa de juros for elevada, os empreendimentos permanecem rentáveis, estimulando as decisões de produção e de investimento das empresas. Não se está afirmando com isto que o nível da taxa Selic não é importante, nem que os juros altos não bloqueiam a expansão econômica, mas sim que estes efeitos são mitigados por outros padrões de causalidade existentes.

Em suma, os efeitos dos juros altos sobre o nível de atividade têm sido superestimados. Quanto à taxa de câmbio, a sua imprevisibilidade parece afetar mais as decisões de produzir e de investir. Em especial, períodos de depreciação cambial brusca e mais duradoura, além de provocar inflação, também provocam custos crescentes e imprevisíveis, diretos ou indiretos, adiando as decisões de produção e de investimento, a despeito dos eventuais benefícios que podem provocar aos setores que produzem para a exportação – que, no Brasil, são os setores de commodities, cuja produção é insensível à taxa de câmbio, ou a indústria de transformação voltada para a exportação, cujo peso na economia é relativamente pequeno.

Outro resultado desconcertante é que atualmente os juros altos não têm conseguido apreciar mais fortemente a taxa de câmbio, e isto dificulta a queda imediata da Selic. O Brasil vive atualmente em um cená-



rio de juros altos-câmbio alto, algo que no pós-Real somente ocorreu em 2015-2016 e no segundo governo Fernando Henrique Cardoso.

Em síntese: na atual circunstância, a maior preocupação deve estar na instabilidade cambial reinante desde meados de 2024. O maior desafio para o BCB está naquilo que a instituição não tem mirado até aqui: uma meta de taxa de câmbio mais estável e distante dos R\$ 6/US\$.

*\* É professor da Faculdade de Economia da UFF.*

*1 Elaboração própria com base nos dados obtidos a partir do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do BCB.*





# Conflito ou alinhamento? Governo Lula, Banco Central e a política da estagnação

David Deccache\*

■ Há algo de profundamente dissimulado no debate econômico brasileiro atual. Enquanto o governo federal encena uma disputa com o Banco Central (BC), a realidade concreta revela parceria e convergência estratégica entre ambos. O que parece confronto é, na verdade, teatro: para a militância e a imprensa governista, simula-se resistência; para o mercado, sinaliza-se responsabilidade e compromisso com a estabilidade. Nos bastidores, a política econômica é conduzida em harmonia, com objetivos claros: conter o crescimento, manter o desemprego elevado e disciplinar o mercado de trabalho — tudo sob o pretexto de perseguir uma suposta “estabilidade”. Mas essa estabilidade nada mais é que o funcionamento regular da ordem do capital: impedir que a classe trabalhadora amplie seu poder de barganha.

Durante o governo Bolsonaro, Campos Neto foi tratado como um “inimigo interno”. Com Lula, o roteiro se manteve: o governo atribui ao BC a responsabilidade por impedir um crescimento maior — como se os juros altos fossem imposição externa. A narrativa é de sabotagem. Mas ela é falsa.

O Banco Central não sabota o governo Lula. Atua em perfeita sintonia com o Ministério da Fazenda, o Tesouro e o Planalto. Desde o





início do mandato, o governo adota metas de inflação rígidas, estimativas de PIB potencial reduzidas e uma política fiscal alinhada à contenção da demanda agregada. O objetivo é comum: desacelerar a economia, manter o desemprego num patamar “funcional” e garantir que os salários reais não pressionem a inflação. Política fiscal e monetária caminham juntas, orientadas pelo mesmo referencial teórico: o Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Pode soar contraintuitivo, mas é essa a lógica que organiza a política econômica do governo Lula.

## O Novo Consenso Macroeconômico como guia comum

No coração dessa convergência está o Novo Consenso Macroeconômico (NCM), paradigma dominante desde os anos 1990, que estrutura a política econômica em torno de três pilares: metas de inflação, regras fiscais extremamente duras e câmbio flutuante. Embora não seja mais “novo”, esse consenso continua a ditar os termos do debate e a moldar as ações do Estado – inclusive sob governos ditos progressistas.

No arcabouço do NCM, a política fiscal deve ser neutra ou restritiva – qualquer expansão é considerada uma fonte de desequilíbrio macroeconômico. Seu papel não é induzir o crescimento de curto prazo nem promover o desenvolvimento de longo prazo por meio do planejamento e da ampliação dos investimentos em capacidade produtiva. Ao contrário, sua única função passa a ser estabilizar a relação dívida/PIB, preservando a confiança dos agentes financeiros. A ideia subjacente é que, uma vez garantida essa estabilidade contábil, o setor privado assumirá espontaneamente o protagonismo do crescimento. A política fiscal, assim, deixa de ser motor da economia e torna-se mero mecanismo de contenção.

Já a política monetária torna-se o principal instrumento de controle da inflação, mesmo que isso implique desacelerar o PIB e manter o desemprego elevado. A política cambial, embora idealmente flutuante, é frequentemente alvo de intervenções (“flutuação suja”), o que contradiz a narrativa de um ajuste automático via câmbio.

A questão central é que, nesse arranjo, opera-se com a estimativa de um PIB potencial – isto é, o nível máximo de crescimento que, na visão liberal, não geraria pressões inflacionárias. Qualquer expansão acima desse patamar é tratada como indesejável. E é aí que se revela a contradição mais brutal do governo Lula: enquanto acena, no plano político, para o crescimento e a inclusão social, persegue tecnicamente um teto de 2,5% para o PIB, que passa a orientar toda a política econômica e a justificar a contenção deliberada da atividade.



## O PIB potencial como teto político

A Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda estimou um PIB potencial de 2,4% em 2023 e de 2,3% em 2024, segundo série histórica obtida pelo *Broadcast* via Lei de Acesso à Informação (LAI). Na prática, isso significa que qualquer expansão acima desses patamares passa a ser tratada como risco inflacionário – e não como sinal positivo de dinamismo econômico.

Esse número funciona como âncora macroeconômica: impõe limites ao crescimento para evitar o aquecimento do mercado de trabalho, a queda do desemprego e a alta salarial – riscos, segundo os ortodoxos.

Ao conceito de PIB potencial, o NCM agrega também a noção de Nairu – “a taxa de desemprego que não acelera a inflação”. No início do governo Lula, estimativas de mercado situavam a Nairu acima de 8%, depois ajustada para cerca de 7%. Na lógica dominante, qualquer taxa abaixo disso exige resposta: juros altos e ajuste fiscal.

Em janeiro deste ano, o Secretário do Tesouro Nacional, Rogério Ceron, ao comentar o crescimento econômico dos últimos anos, foi direto ao ponto:

*“Há uma necessidade de desaceleração para garantir que não tenhamos um descolamento do processo inflacionário.”*

## Quem define a meta de inflação? O governo.

Quando se fala em PIB potencial e Nairu, parte-se de uma premissa implícita: há um patamar de inflação considerado “desejável” – e esse patamar é a meta de inflação. É esse número que serve de refe-



rência para o Banco Central calibrar sua política de juros. E quem define essa meta é o Conselho Monetário Nacional (CMN), composto por dois ministros do governo (Fazenda e Planejamento) e pelo presidente do BC. Ou seja, o governo tem maioria e poderia, se quisesse, elevar a meta para 3,5%, 4% ou 4,5%, sem sair do regime de metas.

Porém, o que faz o governo Lula? Escolhe manter a meta em 3% – completamente descolada da estrutura da economia brasileira e dos seus preços relativos. Ou seja, adota o Novo Consenso Macroeconômico e o aplica de forma ainda mais dura.

Essa meta irrealista, dentro da lógica do NCM, exige juros reais extremamente elevados para ser atingida. E é justamente isso que o governo entrega ao Banco Central: a missão de forçar a inflação a convergir a esse patamar, a qualquer custo. Para isso, o BC precisa desacelerar a atividade econômica por meio de elevação da Selic, até que o crescimento fique abaixo do PIB potencial de 2,5% e o desemprego suba para os níveis da Nairu – entre 7% e 8%. Só então, segundo essa lógica, a inflação poderia convergir ao “centro da meta” e a taxa de juros parar de subir.

Mas há um problema para os formuladores da política econômica: mesmo com juros altíssimos, a economia brasileira não desacelera como gostariam. O PIB continua crescendo acima dos 2,5% estimados como produto potencial desde 2021, e a taxa de desemprego caiu para níveis próximos de 7%. Por quê? Porque a política fiscal – herança dos pacotes implementados durante a pandemia – ainda sustenta certo dinamismo econômico. Programas sociais e gastos obrigatórios – que a nova regra fiscal ainda não consegue conter – mantêm a demanda agregada acima do nível considerado pelos liberais “compatível” com a estabilidade de preços, dificultando, na visão do NCM, a tarefa do Banco Central de desacelerar a atividade econômica e enfraquecer o poder de barganha da classe trabalhadora.

Esse processo remonta ainda ao governo Bolsonaro, quando a taxa de desemprego caiu de 14,9% (março de 2021) para 7,9% (dezembro de 2022), acompanhada por um crescimento do PIB acima do estimado como produto potencial. Desde então, mercado e governos têm repetido o mesmo diagnóstico: a economia estaria “aquecida demais” e deveria ser resfriada. O atual patamar de atividade e emprego incomoda o mercado – e também o governo. A resposta tem sido clara: cortar, ajustar, frear. Para Fernando Haddad e sua equipe, é preciso “ajudar o Banco Central” a conter a inflação. A austeridade, nesse contexto, passa a operar como braço auxiliar da política monetária.

Em janeiro de 2025, o Secretário do Tesouro Nacional, Rogério Ceron, deixou isso explícito ao comentar o plano de ajuste fiscal para o ano:



“Isso resolve? Não, mas contribui na margem. A política fiscal atuar de uma forma contracionista colabora para a harmonização da política monetária. Neste momento, para garantir esse processo, esse choque inicial, eu acho que tem um papel importante.<sup>1</sup>”

Na mesma linha, o próprio ministro Fernando Haddad, também em janeiro, foi direto ao ponto ao afirmar, em entrevista à CNN:

“Então precisa desacelerar um pouco. Vamos fazer.<sup>2</sup>”

Não há divergência. Há alinhamento. O governo compartilha com o Banco Central a responsabilidade de esfriar a economia. Política fiscal e monetária atuam em sintonia para conter a demanda agregada, manter o desemprego elevado e impedir que os salários pressionem a inflação.

A chegada de Gabriel Galípolo ao comando do Banco Central apenas reforçou essa lógica. O suposto conflito entre governo e BC é pura encenação: mobiliza a base, protege o Executivo das críticas da esquerda, mas encobre o essencial – ambos operam juntos para conter salários, limitar o crescimento e preservar a ordem, enquanto transferem recursos públicos para rentistas por meio das maiores taxas de juros do mundo. O inimigo é sempre o outro. Mas o projeto é exatamente o mesmo.

\* É doutor em Economia pela UnB.

1 Governo entende que é necessário desacelerar PIB para controlar inflação, diz secretário do Tesouro - Estadão

2 <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/haddad-sinaliza-harmonia-com-bc-e-nao-opoe-a-desacelerar-economia/>





**Bruna Ferraz Raposo assina o 12º artigo da série de textos intitulada “Atualizando o debate sobre dependência econômica”. Há uma forte tradição de debates no pensamento econômico brasileiro sobre o grau de dependên-**



**cia econômica do Brasil e os impactos e limitações que essa dependência nos impõe. Com o intuito de levar aos economistas as mais recentes contribuições à evolução deste debate, tão profícuo para a compreensão da realidade do Brasil, o Corecon-RJ publica essa série, que oferece distintas perspectivas e aborda aspectos diversos relacionados à dependência econômica e suas mazelas na atualidade.**

## O novo (ou último) anel da espiral: capitalismo dependente e financeirizado

Bruna Ferraz Raposo\*

■ Em *Dialética da Dependência* (2005 [1973]), Ruy Mauro Marini abordou o desenvolvimento capitalista da periferia, atribuindo características e dinâmicas específicas a esse capitalismo dependente. Não no sentido de negar as leis gerais de acumulação do capitalismo, como apreendido na obra de Karl Marx, mas de elaborar uma formulação em um menor nível de abstração, em que é possível captar as particularidades do movimento do capital na periferia do sistema mundial.

Entre os autores pioneiros que estabelecem a vertente marxista do debate da dependência, além do já citado Marini, destacamos pelo menos Vânia Bambirra e Theotonio dos Santos, por suas contribuições e atuações. Em comum, também, o fato de não tratarem o desenvolvimento como uma linha de progresso, em que todos os países podem ou irão alcançar. A Teoria Marxista da Dependência (TMD) nos traz uma compreensão conjunta dos movimentos do desenvolvimento do capitalismo global, como eles se dão a partir do centro e como são incorporados por parte da periferia.



Assim, Marini analisou os países da América Latina e mostrou que a inserção dessa região no sistema mundial se deu a partir da expansão do capitalismo central. Isto é, a América Latina surgiu enquanto tal a partir da expansão comercial do século XVI. E se integrou de forma definitiva no século XIX, com o advento da Revolução Industrial, quando aumentou a demanda por matérias-primas e produtos agrícolas e a oferta de produtos manufaturados, ambos por parte dos países centrais.



Ao prosseguir no objetivo de apreensão concreta dos determinantes da dependência, Marini explicou o processo de industrialização vivenciado – em maior ou menor intensidade – pelos países latino-americanos através da imagem de um novo anel em uma espiral. Com essa ilustração, ele apontava para novos elementos na dinâmica capitalista periférica, demarcando que a forma histórica de reprodução do capital diferia daquela encontrada até a primeira metade do século XX, especializada na produção primária e exportadora.

Porém, não se tratava apenas de demarcar momentos históricos distintos dentro da historicidade capitalista, mas, principalmente, de apontar para a contradição do desenvolvimento do capitalismo dependente, que se traduziu em reprodução ampliada da dependência. Além da industrialização na América Latina fazer parte de uma nova divisão internacional do trabalho, em que foram delegadas etapas inferiores da produção industrial e se manteve o monopólio tecnológico, a industrialização não se concretizou em superação do subdesenvolvimento, mas em re colocação da dependência.

No que podemos chamar de uma segunda geração da TMD, Jaime Osorio (2012) propôs a categoria padrão de reprodução do capital, para lidar com o estudo concreto dos países dependentes, em espaços geográficos determinados e tempos históricos específicos. O autor observou três padrões de reprodução do capital na América Latina desde sua independência política: 1) o padrão agromineiro exportador (até mais ou menos os anos 1920); 2) o padrão industrial (dos anos 1930



aos 1970, em que se tem uma primeira etapa internalizada e autônoma até os anos 1940; e uma etapa de integração ao capital estrangeiro, a partir dos anos 1950); e – avançando desde o que já havia sido tratado por Marini – o padrão exportador de especialização produtiva (a partir dos anos 1980).

Para compreender o atual padrão exportador de especialização produtiva, Osorio ressalta a distinção entre indústria como centro da reprodução do capital e a presença de indústrias subsumidas a padrões de reprodução do capital de outra natureza. O que se verificou, para ele, nos países latinos de forma geral, foi um deslocamento do eixo dinâmico, não mais centrado na indústria interna e sim na exportação. De forma semelhante, observa que a tipologia exportadora também deve ser especificada, uma vez que há uma diferença no grau de elaboração dos produtos exportados e na especialização produtiva – que pode ser agrícola, mineradora, industrial, de serviços etc. –, que se restringe a um número limitado de atividades que passam a concentrar os avanços tecnológicos e sem estabelecer relações orgânicas com os demais setores produtivos.

O novo padrão de reprodução de especialização produtiva, de certa forma, se integra às análises econômicas sobre a reprimarização ou desindustrialização da estrutura produtiva brasileira, em que se perdem graus de autonomia da política econômica, ou se aumentam os graus de dependência. Que, por sua vez, tem de se atentar também aos fluxos financeiros que compõem o processo de acumulação de capital. Esse fenômeno, em particular, tem sido abarcado pelo termo de financeirização, que pode ser apreendido a partir dos processos concretos de desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros, que impulsionaram a retomada do desenvolvimento de um sistema financeiro internacional abalado pelos grandes acontecimentos do século XX.

A hipertrofia da esfera financeira vista nas últimas décadas se dá justamente por ser esse o espaço em que o capital alcança maior liberdade e usufrui de uma existência mais livre, em que a passagem de dinheiro para mais-dinheiro aparenta estar liberta da produção real de valor.

A categoria de capital fictício, de Marx, nos ajuda muito aqui. Não se restringe a isso, mas vamos exemplificar pelo mercado de títulos de venda futura de soja, que ainda não foi plantada. Pode ser provável que não só será plantada, como colhida e comercializada, e o proprietário desse título poderá se apropriar do excedente monetário gerado. Mas a financeirização não se trata de casos particulares. Na totalidade há uma profusão cada vez maior de direitos de apropriação de valores que ain-



da não foram produzidos – e talvez nem sejam. E uma profusão de mercados secundários e de derivativos financeiros.

A particularidade do capital fictício encontra-se, então, em seu modo de constituição, isto é, na capitalização. Na natureza fictícia desse tipo de capital está o fato de que o capital ainda não existe, sendo antecipado por meio de títulos ou outras formas jurídicas de apropriação de mais-valor futuro. O que existe de fato na constituição do capital fictício é a expectativa de apropriação de um mais-valor que pode vir (ou não) a ser produzido.

Com o desenvolvimento do sistema financeiro com o qual lidamos no século XXI, a mistificação do capital atinge seu ápice. O processo de financeirização passa justamente a ser visto como uma separação ou predominância da acumulação financeira frente à real. O desenvolvimento do capital nos mercados financeiros é tanto, concomitante aos movimentos de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros, que aumenta os fluxos de dinheiro em escala global. Assim, amplia a lógica do capital fictício, que não existe só na esfera financeira, mas nela encontra a maioria das suas formas, espalhando-se de maneira plena.

Mais uma vez, a América Latina se insere nesse processo de forma subordinada. Em um primeiro momento a partir do volumoso endividamento externo, que ocorria em uma conjuntura de alta liquidez internacional; e, em segundo momento, na adesão ao receituário



neoliberal, manifestado concretamente no processo de renegociação dessas dívidas, e de maneira mais geral pelas respostas dadas à crise dos anos 1960/1970.

Com a liberalização e desregulamentação dos mercados, os fluxos financeiros de investimento se tornam mais voláteis, bem como se intensificam as transferências de mais-valor produzido na periferia e apropriado pelas economias centrais. Em resposta, a diluição dos direitos trabalhistas e o aumento da superexploração da força de trabalho como mecanismo de compensação. A vulnerabilidade externa aumenta de maneira geral, com a recorrência de crises mais severas e em menor espaço de tempo e com uma política monetária subsumida à dívida pública. Com isso voltamos a ilustração de Marini, de um novo anel da espiral da dependência: o atual padrão de reprodução do capital, além de especialização produtiva, é também financeirizado.

O capitalismo mundial, relativamente estagnado desde sua última crise, em 2007/8, vê a teia financeira cada vez mais densa, não somente por falta de regulação. Mas porque essa fuga para frente é vital para o capitalismo adiar sua próxima crise. E se a valorização financeira não irá parar, a produção de mercadorias precisa aumentar.

Voltando para a periferia, o Brasil tem nesse momento uma nova política industrial como não vista há mais de quatro décadas. Para os mais otimistas, esse é um momento em que temos uma correlação de forças relativamente mais favorável, com a eleição de um governo progressista, um banco de desenvolvimento bem posicionado e a possibilidade não apenas de reindustrializar, mas como diz o lema governista, de ter uma nova industrialização, alinhada com as tendências do momento, digital e verde.

Ao mesmo tempo, o país enfrenta uma dura estiagem, com centenas de cidades ultrapassando mais de 150 dias sem chuva significativa. As queimadas criminosas também atingem número recorde, para invasão de terra, manejo ou política; essa onda de pirotecnia é amplamente associada ao setor do agronegócio – o grande setor latifundiário, monocultor e exportador. Como se retornássemos aos anos 1940, a contradição entre o moderno setor industrial e o atrasado agropecuário parece se recolocar.

O que se apresenta para o Brasil, então? Enfim, nossa chance de desenvolvimento? A possibilidade da superação do padrão de reprodução do capital de especialização produtiva – e, ao menos, redução do grau de dependência? Estaria o Brasil pronto para deixar sua vocação agroexportadora? Há algum vislumbre de disciplinamento do sistema financeiro?



O discurso desenvolvimentista que retoma sua força no debate econômico atualmente vê na diversificação da estrutura produtiva e no dinamismo interno a potencialidade para o crescimento econômico, que, combinado com distribuição de renda, nos colocaria no rumo do desenvolvimento econômico. Porém, a TMD nos oferece um aporte para perceber que a condição de dependência não será superada meramente pelo maior ou menor grau de industrialização de sua economia. É necessário olhar novamente para a economia mundial e perceber no movimento concreto de reprodução do capital quais são as demandas do processo de valorização do capital que abrem para o Brasil novamente a brecha da industrialização. Ou o que nos reivindica esta especialização na produção primária – altamente mecanizada/industrializada – voltada ao mercado externo.

A contradição atual é gigantesca: exige-se um crescimento econômico sem precedentes em um ponto de esgotamento do planeta Terra. Sempre se exigiu um aumento da produção que acompanhasse a necessidade de valorização do capital em escala crescente, mas agora este movimento se acelera sobremaneira pela valorização fictícia. O paradigma tecnológico de uma energia sustentável na proporção da produção que se exige hoje ainda não existe. E mais uma vez se impõe a condição de dependência: quais etapas da produção nos cabem? Que autonomia tem o Estado dependente para construir estruturas de resiliência climática? Como participamos do processo de transição energética? Como os eventos climáticos extremos atingem e atingirão as economias centrais e as economias dependentes?

Aqui, na Universidade Federal de Uberlândia, de onde escrevo, por duas semanas seguidas o fogo invadiu um de nossos *campi*, paralisando as aulas e demais atividades acadêmicas. Como se impusesse para nós o que nos negamos a ver. Ao levantar algumas dessas indagações entre alguns pares, disseram que não se poderia deixar os fatalistas vencerem o debate. Certamente. Mas vejo que isso é, sobretudo, uma visão realista da realidade. Fatal será continuar acreditando que imaginar o fim do mundo é mais fácil do que imaginar o fim do capitalismo, como formula Mark Fisher.

A contradição entre a produção social de riqueza e a sua apropriação privada mais uma vez se apresenta, a lógica do capital pauperiza ao mesmo tempo que precisa expandir incessantemente o mundo das mercadorias. A incompatibilidade entre o ritmo de crescimento e o ecossistema terrestre tem levado cada vez mais especialistas climáticos a apontar para a necessidade de decrescimento econômico. Algo completamente absurdo para a racionalidade capitalista. Ainda mais para os países dependentes, que operam estruturalmente com a lógica da compensação.



Não sabemos como o novo anel da espiral se desenvolverá, mas não é absurdo pensar que poderá ser o último. E não porque o Brasil, ou a América Latina, superou sua condição de dependência. Mais do que nunca constatamos a necessidade de rompermos com a sociabilidade capitalista.

*\* É doutora pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense (PPGE/UFF), professora no Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia (Ieri/UFF) e pesquisadora do Núcleo Interdisciplinar de Estudos e Pesquisas sobre Marx e o Marxismo (Niep/UFF). Contato: frbruna@hotmail.com.*

## Referências:

MARINI, R. M. Dialética da dependência. In: TRASPADINI, R.; STEDILE, J. P. (orgs.). *Ruy Mauro Marini: vida e obra*. São Paulo: Expressão Popular, 2005. p. 137-180.

OSORIO, J. América Latina: o novo padrão exportador de especialização produtiva-estudo de cinco economias da região. In: FERREIRA, C.; OSORIO, J.; LUCE, M. (orgs.). *Padrão de reprodução do capital: contribuições da Teoria Marxista da Dependência*. São Paulo: Boitempo, 2012. p. 103-133.