

# **A Economia Política da Política Monetária no Brasil: *insights* sobre o governo Dilma à luz do conceito de convenção**

**Giordanno Nader<sup>1</sup>**

## **Resumo**

Este artigo visa contribuir para a análise da Economia Política da política monetária no governo Dilma Rousseff, à luz do conceito de convenção. Com o foco voltado para as taxas de juros reais, argumenta que houve uma tentativa de redução da taxa de juros abaixo de um nível convencionalmente aceito pela população. A partir daí, os setores hegemônicos, mais especificamente os setores rentistas e financistas, passaram a se organizar em desfavor da política monetária e da política econômica como um todo. Argumenta-se ainda a formação de um círculo vicioso conjuntural na economia brasileira, no qual a reação organizada destes setores de oposição resultara no agravamento da crise econômica e política, que por sua vez, fornecera cada vez mais a substância para a atuação destes setores.

Palavras-Chave: Economia política, política monetária, taxa de juros, convenção, rentismo.

## **Abstract**

This article seeks to deepen the analysis of the Political Economy of the Dilma Rousseff government, especially with regard to the dynamics of monetary policy. With focus on real interest rates, it is argued that there was an attempt to reduce the interest rate below a level conventionally accepted by the population. From that point on, the sectors interested in high interest rates, more specifically the rentier and financial sectors, began to organize themselves against the monetary policy and economic policy as a whole. It's also argued the formation of a vicious circle in the Brazilian economy, in which the action of these sectors resulted in the aggravation of the economic and political crisis, which in thus, increasingly provided the "feed" for the performance of these sectors.

Key-Words: Political Economy, Monetary Policy, interest rates, convention, profiteering, rentier.

Classificação JEL: B22, B59, E20, E52, E58, E60

## **Introdução**

A gestão de política monetária do governo Dilma ainda tem fomentado uma intensa discussão entre os economistas. Um aspecto que incita o debate é o caráter contraditório da política monetária nesse período. Analisando o comportamento da taxa básica de juros (Selic), nota-se uma queda gradual a partir do segundo semestre de 2011, até alcançar níveis baixos históricos – 7,25% ao ano em outubro de 2012, e assim permanecendo por durante seis meses. Esta inflexão na Selic foi seguida de uma reversão pouco gradual a partir de abril de 2013, atingindo ao final de 2014 patamares superiores ao momento do início da redução. O ciclo de alta continuou por todo o ano de 2015. Combinado a uma IPCA médio de 6,15% ao ano entre 2011 e 2014 (ou 7,07% se o período delimitado

---

<sup>1</sup> Mestre em Economia Política pelo PEPG-PUC/SP (2016) e professor substituto do IE/UFU.

for de 2011 a 2015), teve-se como efeito taxas de juros reais médias baixas quando se trata do padrão exorbitante dos juros no Brasil nas últimas duas décadas.

A redução acentuada da taxa de juros nesse período era parte integrante de uma mudança na orientação de política econômica, que visava afrouxar a rigidez imposta pelo tripé de política macro<sup>2</sup>. Esta flexibilização continha, além de um “relaxamento” da política monetária, uma desvalorização cambial e uma política fiscal solícita ao investimento. Estas medidas tinham por objetivo, no médio prazo, corrigir alguns parâmetros macroeconômicos estruturais, descoordenados pelo regime vigente e, no curto prazo, prover estímulos na demanda doméstica que dava sinais de desaceleração.

Em particular, desde a implementação do “tripé” em 1999, o Estado tinha como objetivo principal coordenar alguns parâmetros macroeconômicos, quais sejam, juros, câmbio, inflação e dívida pública. Na prática, este regime resultou em taxas de juros elevadas (as mais altas do planeta), acompanhadas de uma política fiscal rígida e uma tendência de sobreapreciação cambial. As medidas de combate à crise internacional entre 2009 e 2010, centradas em taxas de juros mais baixas, relaxamento fiscal, expansão do crédito e redução do compulsório, obrigaram uma primeira flexibilização da rigidez imposta pelo “tripé”. No entanto, foi no governo Dilma que esse processo se aprofundou. A ênfase na política monetária recai sobre o fato de ter sido o eixo mais rotundo desta inflexão. Além da queda dos juros, o governo continuou diversificando a gama de instrumentos de política monetária e lançou mão, em larga escala, dos bancos públicos.

A reversão da política monetária revela, em uma ótica *a posteriori*, a incapacidade desta política em atingir os objetivos propostos. Pois este artigo propõe-se a apresentar uma questão que tem sido pouco explorada nas análises especializadas, qual seja, o argumento de que os resultados da política monetária do governo Dilma podem ser explicados a partir da atuação dos setores hegemônicos, sobretudo os setores rentistas e financistas, em desfavor da política econômica como um todo. Neste sentido, é de fundamental importância adentrar no seio da economia política no Brasil, para conceber de que forma estes setores podem ser responsáveis pela limitação da política monetária, de que maneira este processo se desenrolou, quais as formas de atuação destes setores e quais os resultados político-econômicos deste conflito. Este trabalho insere-se numa linha de pesquisa que tem ganhado força no Brasil, denominada de *Economia Política da Política Monetária Brasileira*.

A premissa-base é que se formou na economia brasileira nos últimos vinte anos uma convenção em torno da manutenção da taxa de juros em patamares elevados. A redução acentuada da taxa de juros acompanhada de uma inflação persistente culminava em taxas de juros reais abaixo do

---

<sup>2</sup> O tripé macroeconômico corresponde ao regime de metas de inflação para a estabilidade econômica, o regime de megassuperávits primários para a disciplina fiscal, e um câmbio flutuante para acomodar flutuações externas.

“nível convencionalmente aceito”, o que, para os setores rentistas e financistas, implicava uma perda dos rendimentos reais. Além disso, a concorrência dos bancos públicos forçava os bancos privados a seguirem o mesmo caminho, isto é, reduzir o *spread* bancário e aumentar o montante de operações. Ao sentirem-se lesados, organizaram-se no intuito de impelir o governo a recuar em prol da manutenção da convenção estipulada sobre a taxa de juros.

O trabalho é dividido em quatro seções, além desta introdução e das considerações finais. A primeira seção contém a discussão teórica sobre a natureza da taxa de juros e sua determinação baseada no conceito de convenção. A segunda argumenta a existência de uma coalizão que sucede em uma convenção em torno de um patamar elevado da taxa de juros real na economia brasileira. A terceira apresenta os principais pontos da política monetária do governo Dilma até sua saída, em agosto de 2016. A quarta discute as formas de influência e de atuação dos setores interessados na convenção em prol de sua manutenção.

## **1 Aporte Teórico: A Natureza da Taxa de Juros e o Conceito de Convenção Econômica**

Nesta seção, buscar-se-á apresentar o aporte teórico que dá sustentação ao trabalho. Neste sentido, será feita, num primeiro momento, uma discussão teórica acerca da natureza da taxa de juros, dando ênfase para duas interpretações do campo heterodoxo: as vertentes (pós) keynesiana e marxista. Longe de pretender homogeneizar as duas vertentes teóricas, o objetivo aqui é reunir elementos que possam contribuir para análise dos conflitos político-econômicos no interior da política de juros.

Sumariamente, da primeira, utiliza-se a ideia de uma taxa de juros definida convencionalmente, pela preferência pela liquidez, em um ambiente de incerteza econômica, o que a torna resistente à queda, favorecendo, assim, o rentismo. Da segunda, extrai-se principalmente a ideia de que a taxa de juros pode ser definida pelo capital portador de juros, no qual representa uma fatia da mais-valia gerada na produção que é apropriada pelos setores detentores do capital-dinheiro, sendo posta a possibilidade de conflitos entre os diferentes blocos de poder em torno de sua determinação.

Ainda nesta seção teórica, em uma subseção específica, será feita uma discussão teórico-conceitual do que vem a ser convenção econômica, discutindo a origem do conceito, sua aplicabilidade sobre a taxa monetária de juros e a evolução do debate específico e dos debates subjacentes em torno do conceito de convenção.

### **1.1 A Natureza da Taxa de Juros**

A teoria tradicional neoclássica define a taxa de juros a partir da teoria dos fundos emprestáveis (TFE). Nesta, a taxa de juros representa o fator (preço) que iguala a oferta e demanda

de fundos de empréstimos disponíveis no mercado, na qual a oferta e a demanda de fundos correspondem, respectivamente, ao ato de poupar e ao de investir<sup>3</sup>. Duas ideias estão subjacentes a esta teoria. A primeira é a ideia de ajustes automáticos, isto é, uma relação direta entre poupança, investimento e taxa de juros, de modo que um aumento do nível de poupança, *coeteris paribus*, sempre faz reduzir a taxa de juros, o que provoca o incremento do investimento. A segunda é a necessidade de poupança prévia como condição *sine qua non* para a ocorrência do investimento, ou seja, um movimento de prioridade causal no qual a poupança gera o investimento, sendo o baixo nível deste último explicado unicamente pelo baixo nível de poupança.

Nos Capítulos 13 e 14 da *Teoria Geral*, Keynes apresenta uma crítica lógica à teoria “clássica” da taxa de juros, ao mesmo tempo em que propõe uma compreensão alternativa. A crítica se centra na natureza da taxa de juros e na negação da existência de ajustes automáticos. Em uma economia monetária de produção, a taxa de juros deve ser compreendida como o prêmio da renúncia à liquidez imediata (e não do consumo imediato) por um dado período. A taxa de juros representa um custo de oportunidade de se perder o poder de compra instantâneo (KEYNES, 1982).

A nova teoria insere, portanto, um paradigma elementar para a definição e determinação da taxa de juros: o princípio da preferência pela liquidez (PPL). De acordo com a PPL, a taxa de juros é um fenômeno monetário, determinado pelo desejo dos agentes por manterem suas riquezas na forma líquida de dinheiro, sobretudo para fins especulativos. Nesta visão, o dinheiro é um ativo como qualquer outro, que possui demanda, rentabilidade e tem seu valor no tempo preservado, entretanto, dotado de ampla liquidez que protege contra o ambiente incerto que as decisões são tomadas.

Na argumentação da PPL, Keynes apresenta três motivos básicos pelos quais os agentes demandam moeda: transação, precaução e especulação<sup>4</sup>. Assim, demonstra que a demanda por moeda pode variar significativamente de acordo com cada estágio do ciclo. Por isso, a PPL é altamente instável. A velocidade de circulação da moeda não é constante como consideram os modelos clássicos e, ao admitir que a demanda por moeda pode variar consideravelmente, principalmente no que se refere ao motivo especulação, a lógica do equilíbrio geral – sobretudo a TQM e a TFE - está quebrada (*Ibid*, 1982).

No Capítulo 17 da TG, consta a teoria precificação de ativos<sup>5</sup>, na qual, a partir de uma generalização, a determinação da taxa de juros repercute nos preços de todos os ativos. Toda mercadoria possui uma taxa própria de juros em função do seu retorno esperado, e estas taxas podem

---

<sup>3</sup> A teoria tradicional define a taxa de juros como uma compensação paga aos detentores de recursos por se absterem do consumo imediato. É determinada endogenamente, no momento em que as curvas de oferta e demanda por fundos de empréstimo se cruzam. Na intersecção, a taxa de juros de mercado é igual à natural e a economia se encontra em equilíbrio.

<sup>4</sup> Ver Keynes (1982, p.142).

<sup>5</sup> Ver Keynes (1982, p.159) e Wray, (2006, p. 47-48).

ser expressas em termos de dinheiro. A taxa monetária de juros recebe uma atribuição privilegiada em relação às demais taxas de juros na dinâmica econômica, o que a torna mais resistente à baixa do que as taxas de juros específicas dos outros bens. Esta relutância à queda deve-se a algumas características especiais (de escassez) do dinheiro, que faz deste um ativo preferível<sup>6</sup> (WRAY, 2006).

Além de resistente à baixa, a taxa de juros tende a ser estável por algum período, o que eliminaria a ideia de ajustes automáticos. Para explicar tal fato, Keynes baseia-se na ideia de convenção – foco da próxima subseção –, introduzida brevemente na TG e perscrutado no seu artigo de 1937, no *Quartely Journal of Economics*, segundo a qual, os agentes tendem a supor, devido à incerteza fundamental, que a situação econômica vigente deve permanecer. Assim, a taxa de juros é definida convencionalmente, pela demanda especulativa de moeda. A avaliação do mercado sobre o futuro da taxa de juros, fruto da “psicologia das massas”, em uma relação entre “altistas” e “baixistas”, é que a determina. Não se deve, todavia, afirmar inequivocadamente que um aumento da taxa de diminui o desejo em manter riqueza líquida, fazendo com que alguns “altistas” passem a compor o grupo dos “baixistas”, pois podem surgir “percalços”, como por exemplo a “armadilha da liquidez” (KEYNES, 1982, p. 123-125).

A taxa de juros sobre o dinheiro possui importância fundamental na determinação do montante de emprego. O patamar de taxa de juros deve ser tal, de modo que desencoraje a retenção especulativa. No entanto, se a taxa de juros estiver em um nível muito elevado, de modo que não ofereça qualquer incentivo para que o capital empresarial migre da circulação financeira para a industrial, provocará efeitos danosos aos níveis de emprego e produção. (WRAY, 2006).

Sobre o investimento, o empresário necessita de meios de pagamento para efetivá-lo. Na maioria das vezes, o acesso aos recursos preexistentes dentro do processo de expansão da renda é dado pelo fluxo de crédito criado pelo sistema financeiro (LAVOIE, 1992). Se por um lado, keynesianos defendem a importância dos mercados financeiros para o fornecimento do crédito para o setor produtivo, por outro reconhecem a possibilidade de um predomínio do capital especulativo à medida que o sistema financeiro cresce e se sobrepõe ao mercado produtivo (MOLLO, 2015).

É neste sentido que Keynes utiliza de um eufemismo para uma situação que julgava crucial para o bom funcionamento econômico: a eutanásia do rentista. Os rentistas correspondem aos detentores do dinheiro, que exploram seu valor de escassez e se beneficiam com a elevação da taxa de juros. A redução da taxa de juros a um nível que incentive o investimento de capital poderia promover não apenas a redução do nível de desemprego como também ocasionar na “eutanásia do *rentier*” (KEYNES, 1982. p. 255).

---

<sup>6</sup> Ver Keynes (1982, p. 161-164).

A compreensão de Marx sobre a taxa de juros distingue da teoria keynesiana, sobretudo em função do foco da análise. Marx, no Livro 3, ao definir o capital portador de juros, buscava debruçar sobre a circulação de capital e a consequente formação da taxa de lucro na sua forma mais completa, dado não somente pelo capital industrial proveniente de diferentes esferas, mas também pela circulação do capital que remunera o dinheiro emprestado.

Nas análises marxistas, o capital portador de juros nada mais significa que uma parte da mais-valia que é apropriada pelos possuidores de capital-dinheiro, em razão dos adiantamentos feitos ao processo de produção na forma de empréstimos. Dito de outro modo, o capital portador de juros corresponde a uma “apropriação externa” da riqueza gerada pelo processo de produção dos capitalistas industriais por parte dos capitalistas prestamistas. Embora Marx trate o capital portador de juros como exteriorização do capital, é clara a relação estreita e os lados produtivo e o lado financeiro, no sentido de que o valor máximo que pode atingir o juro seria a própria taxa de lucro (MARX, Livro III, Cap.21, p.230-243).

O capital portador de juros alcança sua forma mais fetichizada, o capital fictício, quando este passa a se reproduzir de forma autônoma, guardando cada vez menos contrapartida com as relações reais. Esta espécie de reprodução ilusória do capital-dinheiro com base no descolamento do capital portador de juros da órbita produtiva tem como resultado efeitos deletérios para o processo de produção capitalista (MARX, Livro III, Cap.25).

Esta ótica só é possível, pois, em Marx, o dinheiro possui não somente um valor de troca, mas também um valor de uso, que é o de servir como capital. Aliás, é justamente pelo fato de o dinheiro representar o valor de troca universal que ele se torna o objetivo final da produção capitalista: o capital. Aliás, enquanto valor de troca universal, o dinheiro também é capaz de conservar a riqueza no tempo (CHESNAIS, 2006). Em suma, as análises marxistas, apesar de terem fatores reais como principal foco de análise, também deixam claro que as questões monetárias não se reduzem à função desempenhada pelo dinheiro como um simples intermediário de trocas.

Desta feita, tudo isto considerado, está posta a capacidade de expansão de conflitos em torno da riqueza gerada pela via do capital portador de juros e pela via do capital fictício. Os setores rentistas e financistas podem travar conflitos de diferentes ordens com os setores industriais para que, cada vez mais, parte maior do lucro concentre-se na órbita financeira. No entanto, também podem, conforme Paulani (2009), se especializarem na “acumulação pela via da finança”, transformando-se em grandes grupos financeiros transnacionais, muito mais interessados na maximização direta e fictícia da riqueza do que na acumulação da mais-valia centrada no papel de intermediação financeira do capital portador de juros.

## 1.2 Convenções econômicas e convenção na taxa de juros

O marco teórico do conceito de convenção econômica encontra-se na TG de Keynes, mais precisamente no capítulo 12, no qual o autor debruça sobre a formação das expectativas de longo prazo que servem de base para as decisões econômicas. Segundo ele, as expectativas de longo prazo não são apenas influenciadas pelos fatos presentes, mas também pelo estado de confiança sobre as decisões futuras. Dado o ambiente de incerteza não-probabilística, os agentes podem supor, sem nenhuma base lógica, que a situação vigente deve permanecer para os negócios futuros, a não ser que se tenha razões concretas para acreditar numa mudança. Desta forma, os agentes ignoram, em boa parte, as perspectivas sobre as mudanças futuras, dando ênfase à condição presente. (KEYNES, 1937; 1982).

A ideia de genérica de convenção econômica é expandida para o comportamento especulativo que determina a taxa de juros de longo prazo<sup>7</sup>, colocando-a como fator psicológico, em que os agentes determinam convencionalmente um nível considerado seguro para as taxas de juros. Nas palavras do autor: “qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura será duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudança a flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado” (KEYNES, 1982, p. 144). O autor vai além, afirmando que dada a situação de convenção da taxa de juros, a mesma “pode flutuar durante décadas ao redor de um nível cronicamente elevado demais para permitir o pleno emprego” (*Ibid.*, p. 144).

Percebe-se como o conceito de convenção nasce no âmago da crítica à racionalidade dos mercados neoclássicos e, por isso, o seu caráter heterodoxo. Keynes, apesar de sua contribuição satisfatória, não aprofundou na análise das convenções econômicas. Couberam aos desenvolvimentos teóricos posteriores, a missão de dar continuidade aos estudos sobre o tema.

Em meio a estes desenvolvimentos, surge, no final da década de 1980 a chamada escola dos convencionalistas franceses (Orléan, 1989; Jodelet, 1989; Dupuy, *et.al.*, 1989). O trabalho mais proeminente dessa escola foi o de Orléan (1989), no qual apresenta o conceito de convenção da seguinte maneira: refere-se a um conjunto de regras de representação coletiva para coordenar as expectativas a priori. O autor, claramente influenciado pelas ideias de Keynes, considera que a convenção seja a “entidade” mais capaz de reduzir a incerteza que permeia a dinâmica econômica. Nas palavras do autor: “nesta perspectiva, a legitimidade de procedimentos convencionais decorre da existência de um problema de coordenação específica para a incerteza do sistema social” (ORLÉAN, 1989, p.244 – tradução nossa).

---

<sup>7</sup> Nesse caso em específico Keynes (1982) estava analisando a determinação da taxa de juros dos mercados de títulos.

A formalização do conceito de convenção pode ser descrito da seguinte maneira: se em dada população  $P$ , observamos uma “regularidade”  $R$  de tal modo que: (i) todos os membros de  $P$  estão em conformidade com  $R$ ; (ii) cada membro de  $P$  acredita que todos os demais seguirão  $R$ ; (iii) tal crença dá aos membros de  $P$  razões suficientes para adotar  $R$  e (iv) a necessidade de uma outra “regularidade” que seja capaz de fazer as condições acima prevalecerem (ORLÉAN, 2004, p.4).

Ainda segundo Orléan (1989), o mercado financeiro pode ser um exemplo elucidativo da aplicabilidade de convenções nas relações econômicas reais. Como o mercado financeiro é um mercado em que as incertezas são fundamentais, as decisões dos agentes são tomadas sob extrema desconfiança. A partir desta “falha”, os agentes definem sobre “formais sociais” que proporcione algum tipo de estabilidade neste tipo de mercado. Esta estabilidade tende a se refletir em estabilidade da taxas de juros, sendo esta últimas determinadas convencionalmente.

Na literatura nacional, alguns trabalhos buscaram desenvolver análises teóricas em torno do tema da convenção. Uma de grande destaque é contribuição a de Fábio Erber. Modenesi (2013) revisita a obra de Erber de modo profundo, ressaltando que ao aplicar o conceito de convenção para a questão das elevadas taxas de juros brasileiras, o autor inaugurou uma linha de pesquisa focada na Economia Política da Política Monetária Brasileira.

Em uma compreensão muito similar a dos convencionalistas franceses e, inclusive, apropriando-se da formalização de Orléan (2004), Erber define convenções econômicas como um conjunto de crenças compartilhadas por uma população, isto é, uma representação coletiva, que visam coordenar a prática dos negócios sob incerteza, através da estruturação das expectativas individuais. Se existe uma convenção em dada população, que todos os membros desta população compartilham desta convenção, e cada membro da população acredita que todos os outros membros a seguirão, está convencionalizada uma situação. A estruturação de convenções, fornece aos membros da população, *policy makers* e atores sociais, dentre outras coisas, um conjunto de problemas e as respectivas soluções (ERBER, 2008; 2012; MODENESI, 2013)

Estas convenções, segundo Erber, nascem de alguns conhecimentos codificados ou tácitos. Os conhecimentos codificados referem-se aos conhecimentos científicos, sofisticados e especializados, que seriam tidos como dogmas, e difundidos a partir da elaboração de versões mais acessíveis ao grande público. Alguns conhecimentos codificados tem “origem religiosa e em procedimentos de socialização”, a exemplo de mitos, fábulas, dentre outros, que são compartilhados pelos membros da população (ERBER, 2011, p.34). Os conhecimentos tácitos dizem respeito às percepções dos membros da população sobre a visão positiva e normativa da sociedade, que é compartilhada entre os membros, resultante de experiências empíricas ou que são repassada para outras gerações, por intermédio de “mecanismos culturais e educacionais” (ERBER, 2011, p.34-35).



O autor debate ainda a força de uma convenção, sobre a qual afirma depender do poder político e econômico dos seus membros. Esta força traria benefícios aos que aderem à convenção e “sanciona os que dela se afastam”. A convenção agregaria, portanto, não somente ‘crentes’, mas também ‘oportunistas’ (ERBER, 2011, p.34, citando CHOI, 1993).

Posto isso, em sociedades econômicas complexas, “há sempre uma luta pela hegemonia entre convenções de desenvolvimento que competem entre si (ERBER, 2012, p.2 – tradução nossa). Nota-se que Erber (2008; 2011; 2012) desenvolve o conceito de convenção partindo do conceito amplo de *convenções do desenvolvimento* e, a partir daí adota uma dicotomia entre convenção de crescimento e convenção de “estabilidade”<sup>8</sup>, sendo esta última o fenômeno que explicaria o problema das taxas de juros no Brasil, foco da próxima seção.

Outro autor brasileiro de contribuição destacada, seja no plano teórico-conceitual, seja no que tange à aplicação deste conceito para explicar a resistência de queda das taxas de juros em algumas economias, foi David Dequech Filho. Reconhecendo tratar-se de uma discussão conceitual complexa e heterogênea, parte do institucionalismo pós-keynesiano para definir uma convenção como uma instituição construída e compartilhada entre os indivíduos para guiar o estado das expectativas num ambiente de incerteza não-matemática (DEQUECH, 2003, 2009).

É neste sentido que o autor utiliza dois conceitos importantes para a definição de convenção que podem ser incorporado às convenções sobre a taxa de juros: conformidade com a conformidade e arbitrariedade. A primeira, a conformidade com a conformidade, significa que os agentes tendem a seguir uma convenção porque acreditam que as outras pessoas também seguirão. Contudo, diferente das instituições formais, os indivíduos a seguem não apenas porque há uma pressão externa para cumprir ou sanções para quem descumpri-la, mas sim de modo consciente, porque espera-se que os demais agentes estejam em conformidade com a convenção. A arbitrariedade refere-se à questão de que o padrão atual pode nem sempre ser a melhor alternativa. Em face disto, o autor desconsidera a ideia de uma “norma social”, ao dizer que os indivíduos podem, em alguns casos, violar a convenção e, inclusive, substituir o padrão atual por uma outra alternativa (DEQUECH, 2009; SEABRA, DEQUECH, 2013).

Em suma, a discussão teórica sobre convenção, apesar de bastante avançada, ainda encontra-se bastante em aberto. Esta carência torna-se mais latente quando buscamos estudos que discutem a aplicabilidade deste conceito para as taxas de juros. A dificuldade reside, segundo Seabra e Dequech (2013), em definir quais taxas de juros estão sujeitas à convenção. No caso deste trabalho

---

<sup>8</sup> Modenesi (2013, p.4) afirma que a convenção de crescimento “vigorou no Brasil do final da Segunda Guerra Mundial até o final da década de 1890. A segunda [convenção para estabilidade] conquistou sua hegemonia a partir da década de 1990.

em singular, a assunção é de que a convenção agrega não apenas a taxa nominal de juros, mas principalmente a taxa real de juros.

## **2 Coalizão de Interesses e Convenção Conservadora da Taxa de Juros no Brasil**

A política monetária brasileira é conduzida, desde junho de 1999, pelo regime de metas de inflação (RMI). Apesar de a flexibilidade representar uma sustentação capital do RMI, a experiência brasileira é marcada por uma forte rigidez. Tal rigidez pode ser mensurada pelas excessivas taxas de juros praticadas pela economia brasileira, pois, mesmo com a estabilidade de preços e os elevados superávits fiscais, não foi possível baixá-la a níveis considerados “normais”. Observa-se, portanto, que a taxa de juros brasileira possui um elevado “nível de equilíbrio”, dada as relações da função de reação do Bacen, reforçando a tese de Nakano (2006) de que há um piso para a taxa de juros de Brasil.

O RMI tem como preceito teórico a ideia de neutralidade da moeda, exceto no curto prazo. Mesmo com a possibilidade de explorar o *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo, o objetivo primário da política monetária deve ser a estabilidade de preços a partir da meta inflacionária pré-estabelecida, utilizando a taxa básica de juros como principal meio para alcançar tal fim. Em face disto, a própria concepção teórica do regime, como aborda Neves e Oreiro (2008, p.113), “permite a adoção de elevadas taxas de juros para uma convergência mais rápida da inflação para a sua meta, pois isso não compromete o desempenho da atividade econômica no longo prazo”. A inflação brasileira, no entanto, apesar de geralmente se situar dentro da meta intervalar desde 1999, tem se mostrado elevada quando comparada à experiência internacional.

Entretanto, alguns autores como Bresser-Pereira e Gomes (2006), Modenesi *et* Modenesi (2012), e Lacerda e Campedelli (2014), bem relembram que a ideia subjacente à experiência brasileira no RMI era de que o novo regime pudesse estabelecer condições, a partir da construção da credibilidade, para uma redução do patamar da taxa de juros, além da promoção de reformas estruturais, como por exemplo, o fim da indexação dos preços administrados, o que de fato não foi verificado. É verdade que a Selic sofreu uma redução desde a implementação do RMI em 1999. Entretanto, tal redução ocorreu muito aquém do que se esperava, e o Brasil continuou a praticar taxas de juros altíssimas. O resultado deste processo é, tal como aponta Bresser-Pereira e Gomes (2006), um relativo êxito da política monetária em manter a inflação baixa e estável, porém, às custas de elevados custos econômicos.

A concepção teórica do RMI, a sua adequação ao caso brasileiro e a consequente situação de rigidez têm descoordenado diversos parâmetros macroeconômicos, como por exemplo, o montante de investimento industrial, a dimensão da dívida pública brasileira, a restrição externa, etc., gerando

armadilhas estruturais que podem explicar o problema dos juros no Brasil. Além disso, em um ambiente de elevadas taxas de juros, os agentes tendem a ficar menos sensíveis a pequenas variações nos juros, necessitando de elevadas variações e, conseqüentemente, taxas de juros de curto prazo cada vez mais elevadas para promover choques contracionistas na atividade econômica. O mesmo argumento pode ser utilizado para a taxa de juros que remunera a dívida pública crescente.

Outra explicação, não tão puramente economicista, que pode ser explorada é a de que rigidez da política monetária pode ser explicada pelo viés da Economia Política. Grosso modo, congrega a ideia, de que orientação da política monetária - assim como as demais políticas econômicas - interessa aos diversos setores econômicos. Em outras palavras, as decisões de política monetária não são neutras, no sentido de que geram ganhadores e perdedores<sup>9</sup>, o que resulta em uma verdadeira guerra entre “blocos de poder”<sup>10</sup>, com defesas de posições entre os diversos setores interessados. Por serem os detentores do dinheiro<sup>11</sup>, os setores rentistas e financistas estão em vantagem nesta correlação de forças e, a partir disto, tem se formado uma “convenção pró-conservadora” na política monetária (mais precisamente na determinação da taxa de juros), tal qual em Modenesi (2008).

Em particular, os juros representam grande parcela do lucro ou da renda do capital financista e rentista, que abrange não apenas os bancos comerciais, instituições de créditos, corretoras, instituições de fundos de pensão, etc., mas também os detentores de grandes quantidades de dinheiro para fins especulativos. Combinado ao fato de se beneficiarem de uma inflação baixa, pois desta forma os rendimentos reais não estariam comprometidos, estes setores pressionam as autoridades para a prevalência de elevadas taxas de juros de modo a atender seus interesses.

Os instrumentos de atuação dos interessados na manutenção de taxas de juros elevadas parecem triviais, mas podem ser analisados mais de perto para o caso específico do Brasil. A começar pela dinâmica do capital financeiro nacional e internacional, estes se abastecem das altas taxas de juros que remuneram a dívida interna e externa, respectivamente, em grande parte nas mãos do próprio capital financeiro e que, em face disto, difundem a ideologia ortodoxa de preocupação central com a inflação (FILGUEIRAS *et. al*, 2010; TEIXEIRA; PINTO, 2012). Esta posição de privilégio no processo de acumulação e de distribuição de poder advém do fato de o sistema financeiro nacional e internacional ser bastante oligopolizado e possuidor de muita riqueza econômica.

---

<sup>9</sup> Ver Modenesi et Modenesi (2012, p.406)

<sup>10</sup> Ver Teixeira e Pinto (2012).

<sup>11</sup> Em face disto, o sistema financeiro, representação mais convincente do setor rentista, pode “capturar” a autoridade monetária, pois são estes que, tal qual em Keynes, determinam a demanda agregada mediante as operações de crédito (liquidez) (ver Terra, 2014, p.11).

Outro mecanismo de atuação refere-se ao controle da autoridade monetária por parte dos setores hegemônicos. A imposição do setor rentista sobre a decisão dos juros pode ser de forma direta, pela escolha de diretores e presidentes do Banco Central ocupantes de postos-chave do mercado financeiro, ou indiretamente, pela captação das expectativas de acordo com a escolha dos departamentos participantes das reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM). Algumas críticas questionam a representatividade destes departamentos, pois, de um lado consideram que a fixação da taxa de juros é feita com base em expectativas inflacionárias de agentes que não tem efetivo poder formador de preços, e de outro, que os departamentos<sup>12</sup> refletem os interesses do mercado financeiro (TEIXEIRA; PINTO, 2012).

Existem também instrumentos mais implícitos, como aponta Erber (2011) no qual os setores hegemônicos exercem sua influência na fixação da taxa de juros (e nas demais decisões de política macroeconômicas), como por exemplo, na lógica do retorno do financiamento de campanhas eleitorais, ao financiar campanhas de partidos que defendam os interesses da coalizão.

O resultado natural deste processo é a formação de uma coalizão entre os grupos interessados no pagamento de juros elevados, que por sua vez, dá força à estruturação de uma convenção (ERBER, 2011; SEABRA; DEQUECH, 2013). Esta coalizão agrega inclusive com setores “não rentistas”, a quem, em tese, interessariam taxas de juros mais baixas, pois estas viabilizam a produção e interferem diretamente no nível de endividamento das famílias. Mas é verdade que muitas empresas e famílias têm aderido à coalizão que reforça a convenção porque os interesses dos setores hegemônicos prevalecem – em função do seu poder político e econômico – e, assim, conseguem convencer a população de que a elevada taxa de juros representa um “bem comum” (ERBER 2011, p.35). Para mais, sob a égide da financeirização, algumas empresas passaram, cada vez mais, a compor seu portfólio com ativos financeiros, o que as torna muito mais complacente com juros elevados<sup>13</sup>.

A estruturação desta convenção no Brasil conta, evidentemente, com um conjunto de “conhecimentos”, em pleno acordo com Erber (2011). Os conhecimentos codificados, aqueles dos acadêmicos do pensamento *mainstream* e dos analistas do mercado financeiro, que contam com amplo espaço na grande mídia, endossam políticas conservadoras por meio de modelos sofisticados e determinam o *investment grade*. No plano dos conhecimentos tácitos, pode-se citar alguns fatos históricos ocorridos nas décadas de 1980, 1990, como por exemplo, o temor da volta da inflação, a lembrança da moratória de 1987, a crise cambial de 1999, dentre outros, que moldam as percepções dos agentes.

---

<sup>12</sup> Pode-se citar dois departamentos que são representantes do mercado financeiro: Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban) e Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin).

<sup>13</sup> Ver Chesnais (2006)

Um dos primeiros trabalhos a sugerir a existência de uma convenção na formação dos juros no Brasil, foi o de Bresser-Pereira e Nakano (2002). Segundo os autores, a manutenção de um nível excessivo da taxa de juros por um longo período de tempo gerou o “medo de uma redução”, e tal medo formou uma convenção em torno da manutenção de juros elevados, que funciona como uma espécie de armadilha (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002, p.169).

Modenesi (2008) elenca algumas evidências, como o alto grau de suavização (gradualismo) da função de reação do Bacen, o elevado diferencial da taxa juros, o seu elevado patamar histórico, que reforçam a ideia de uma convenção pró-conservadorismo na política monetária. Em termos práticos, como salienta Nakano (2006), o resultado é que estabeleceu-se um piso elevado para a taxa de juros real, que independe de pressões inflacionárias ou do nível de atividade. Para Chernavsky (2008, p.2), a determinação da Selic e a formação das demais taxas de juros “não resultam de equilíbrio alcançado por uma série de variáveis econômicas fundamentais, mas são explicadas a partir das convenções específicas adotadas pelo conjunto de agentes relevantes acerca das taxas necessárias para que suas expectativas de inflação permaneçam próximas às metas”.

De acordo com Seabra e Dequech (2013) para se consolidar uma convenção sobre a taxa de juros, esta deve ser incorporada também pelo órgão responsável na sua determinação. Para Erber (2011), o Bacen é uma peça fundamental para a coalizão convencional em favor daqueles que se beneficiam dos juros elevados. Mas, não é somente pela influência política e econômica destes setores que o Bacen se curva diante da convenção. Sob o RMI, o Bacen incorpora a convenção movido por interesses próprios. O argumento básico é de que a manutenção de uma taxa Selic elevada torna menos sinuoso o caminho para o cumprimento da meta, aumentando sua reputação e credibilidade (ERBER, 2011; SEABRA; DEQUECH, 2013). A conciliação de interesses específicos entre o setor hegemônico e o órgão designado para cumprir a meta tem formado o “núcleo duro” em torno desta convenção que tem ditado a condução de política monetária brasileira após a introdução do RMI.

### **3 “Pontos Sensíveis” da gestão de política monetária no governo Dilma**

A discussão sobre a mudança de orientação a política monetária (e da política macroeconômica em geral) durante o primeiro governo Dilma deve ser feita à luz da relação entre, de um lado, das armadilhas estruturais da política macroeconômica brasileira que impelem em elevadas taxas de juros - e da tentativa de ruptura destes problemas estruturais pelo governo - e, de outro, da tentativa de estímulos de curto prazo da demanda doméstica que apresentava sinais de desaceleração. À política escolhida foi dado o nome de Nova Matriz Econômica. Esta denominação, presente inclusive na retórica do governo, significava, na prática, uma remodelação do tripé

macroeconômico. O “novo tripé” centrava-se em taxas de juros “normais”, taxa de câmbio competitiva e uma política fiscal solícita ao investimento. Deve-se ressaltar que tal modelo não tinha por intuito substituir o tripé ortodoxo. O governo vislumbrava a possibilidade de ajustar os parâmetros macroeconômicos considerados imperfeitos conciliado à pauta existente.

Ao assumir a presidência em janeiro de 2011, Dilma se deparou com um cenário controverso. Por um lado, as perspectivas dos analistas para o quadro econômico brasileiro eram bastante positivas. Pires e Galhardo (2015) apontam alguns motivos para tal sentimento, citando a taxa de crescimento do produto experimentada no ano anterior - da ordem de 7,5% em um momento que a economia mundial estava praticamente estagnada - e a postura da nova presidente eleita, historicamente identificada com o discurso desenvolvimentista. Por outro lado, havia uma instabilidade econômica que incomodava os *policy makers* brasileiros. A herança do final do governo Lula, marcado por uma descoordenação das principais variáveis macroeconômicas resultante das políticas de enfrentamento da crise internacional, impactou dentre outros problemas, em uma pressão inflacionária conjuntural<sup>14</sup>.

Dessa forma, num primeiro momento, pareceu necessário conter as pressões inflacionárias do início do governo, considerando como crucial uma inflação controlada para lançar mão de qualquer tentativa de mudança. De fato, a inflação vinha se mostrando crescente desde meados de 2010, fechando o ano em 5,9% e alcançando o teto da meta no acumulado em março de 2011 e, por este motivo, o primeiro semestre foi marcado por políticas fiscais e monetárias restritivas.

Em cinco reuniões do Copom, durante um intervalo de oito meses, a taxa nominal de juros se elevou em 1,25% ao ano, atingindo o ponto máximo de 12,50% em junho, patamar este que foi mantido até o final de mês de agosto. O Bacen optou claramente por uma proposta gradual de combate à inflação, com elevações cautelosas da taxa básica de juros nesse período. Concomitantemente ao aumento da taxa de juros, o governo optou pela manutenção das medidas macroprudenciais de controle seletivo de crédito e de câmbio, iniciadas no final do governo Lula. Estas medidas fazem parte da diversificação do *mix* de instrumentos de política monetária (tornando-a mais flexível), e são fundamentais para o objetivo de não-apreciação cambial, em virtude de visar o controle de inflação sem implicar na atração de capital de curto prazo. Tais medidas, como aponta Cagnin *et al.* (2013), requeriam uma maior coordenação da política monetária com as demais políticas econômicas, que pode ser verificada pela atuação conjunta do Bacen com o Ministério da Fazenda nesse momento.

---

<sup>14</sup> Conforme publicado pelo relatório do Bacen de 2011, contribuíram para o quadro inflacionário fatores conjunturais internos como uma inflação de demanda provocada pelo crescimento elevado do ano anterior, ao reajuste de algumas tarifas públicas, e fatores externos como a elevação dos preços dos serviços, das *commodities* e dos produtos *in natura*.

A partir do segundo semestre, dava-se início a um subperíodo que é o ponto central da análise da inflexão da política monetária do primeiro governo Dilma, simbolizada por uma queda contínua e acentuada da taxa básica de juros, tendo esta chegado a níveis baixos históricos em outubro de 2012 - da ordem de 7,25% ao ano – e assim permanecido nesse patamar por durante seis meses.

O mercado foi surpreendido pela decisão de corte da taxa de juros em 0,5 p.p em 31 de agosto de 2011. A explicação do Copom para tal decisão foi de que a inflação do primeiro semestre seria proveniente dos choques de oferta, e que os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda passavam a ocorrer em intensidade decrescente (COPOM, 2011). Deve-se considerar também que a degradação no cenário externo resultante dos desdobramentos da crise da Zona do Euro contribuía para os efeitos deflacionários nos principais países do mundo (CAGNIN *et.al.*, 2013).

As três reuniões posteriores do Copom em 2011 optaram pela continuidade do corte da taxa Selic, fechando o ano no patamar de 10,90% ao ano. Após um total de dez quedas consecutivas a taxa básica de juros chegou 7,25% em outubro de 2012, refletindo o nível mais baixo desde a criação do Copom em 1996. Cabe salientar que os cortes na Selic não foram tão graduais como havia sido a elevação no primeiro semestre de 2011. Este patamar foi mantido até março de 2013, sempre sob o argumento de que havia um cenário prospectivo favorável para a inflação, causado basicamente pelo fraco desempenho de atividade doméstico e de baixo dinamismo da economia mundial.

As medidas de afrouxamento da taxa de juros foram complementadas por outras medidas. Entre o final de 2011 até meados de 2012, o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Bacen a fim de tentar estimular a demanda, decidiram por reverter parte das medidas restritivas ao crédito de caráter macroprudencial<sup>15</sup>, dentre as quais destaca-se como a redução do IOF para operações no mercado de crédito ao consumo e a alteração nas regras da caderneta de poupança<sup>16</sup>.

O governo federal ainda iniciou nesse período uma medida que tem sido bastante questionada pelos economistas ortodoxos. Trata-se da ampliação do papel dos bancos públicos, sobretudo do BNDES, da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil, na fomentação do investimento produtivo. A atuação dos bancos públicos serviu para impor uma concorrência aos bancos comerciais, forçando-os a reduzirem os *spreads* de suas operações de empréstimo, fazendo com que a política de juros obtenha o resultado desejado (PAULANI, 2015). Ao longo de 2012, percebeu-se uma tentativa dos bancos de garantirem seus lucros mediante o aumento das tarifas

---

<sup>15</sup> A Circular n. 3563 revogou a exigência de capital adicional para as operações de empréstimos ao consumo com prazo máximo de 60 meses. Ademais, a Circular n. 3512, desistiu de elevar o percentual mínimo de pagamento das faturas de cartão de crédito de 15% para 20%, que havia sido determinado em junho de 2011 (CAGNIN *et. al.*, 2013).

<sup>16</sup> Ver Cagnin *et.al* (2012).

bancárias. O governo novamente, em outubro, lançou mão dos bancos públicos no intuito de reduzir as tarifas visando que os bancos comerciais seguissem a mesma rota (DIEESE, 2013).

A política de redução de juros provocava uma melhora nas contas públicas brasileira, por meio da redução da dívida pública nominal, altamente indexada. Este quadro viabilizava o aumento das despesas públicas associadas ao resultado primário, como as políticas de desonerações, a concessão de crédito público, além de elevar a capacidade de endividamento dos estados e municípios e, conseqüentemente, o potencial de investimentos em infraestrutura. A redução dos juros contribuía também para a desvalorização cambial que estava na pauta dos objetivos do governo.

O período entre abril de 2013 e dezembro de 2014 foi marcado por uma retomada gradual do conservadorismo na política econômica (sobretudo no que se refere à taxa de juros), turbulência política e uma piora geral nos resultados macroeconômicos. Foi cada vez mais suscitado, então, a discussão sobre um eventual fracasso do ensaio desenvolvimentista do governo Dilma.

O panorama econômico no momento em que o governo opta pela reversão da política de juros não era nada animador. O mercado apontava perspectivas pessimistas de crescimento para o ano de 2013, após dois resultados desanimadores para 2011 e 2012. A produção industrial e o consumo doméstico pareciam estagnados. A inflação que se manteve no teto da meta em 2011 e 2012 dava sinais de piora, o que configurava um quadro de inflação persistente e estagnação econômica. Além disso, a crise internacional se aprofundava, com a piora da situação econômica de na Zona do Euro e uma constante desaceleração da economia global. O Copom na reunião de 17 de abril de 2013 decidiu pelo aumento de 0,25 p.p da taxa Selic, passando para 7,50% ao ano. A cautela inicial no combate à inflação era devido à incerteza econômica que pairava naquele momento.

O fato que deixou os analistas surpresos foi a decisão na reunião seguinte, de 29 de maio de 2013. Isso porque o Copom elevou a taxa Selic em 0,5 p.p, abandonando a política de ajuste gradual no momento em que a crise internacional se aprofundava. O argumento para tal decisão era o fato de ter havido uma piora nas expectativas dos agentes de mercado acerca da inflação. Após sucessivas reuniões e seguidas elevações dos juros, a taxa Selic fechou o ano de 2013 em um patamar de 10% ao ano. O mesmo ocorreu durante todo o ano de 2014, atingindo 11,75% em dezembro.

A política fiscal não acompanhou este movimento dos juros. O intuito do governo era tentar manter um eixo da política anticíclica em um momento em que as projeções eram pouco animadoras para o ano de 2013 (PIRES; GALHARDO, 2015). Na tentativa de não apresentar um pífio crescimento do PIB no ano que antecede o ano eleitoral, foram aprofundadas as desonerações



fiscais<sup>17</sup>. A preocupação com a meta de superávit primário criou dificuldades para o governo manter a política de capitalização dos bancos públicos a partir do segundo semestre. Por outro lado, o baixo nível de atividade que refletia em uma diminuição da receita tributária. Este quadro de retração do crédito público e piora no quadro fiscal se arrastou por todo o ano de 2014. Pelo lado cambial, a piora do cenário internacional trazia consigo uma degradação dos termos de troca e, conseqüentemente, uma apreciação da taxa de câmbio real. A desvalorização de 20% durante estes dois anos gerou apenas pressões inflacionárias e redução da massa salarial real (BARBOSA-FILHO, 2015).

Com a reeleição, a presidente abandonou o discurso desenvolvimentista, adotando as pautas dos economistas dos principais partidos que concorreram a eleição presidencial. A escolha de Joaquim Levy para o ministério da Fazenda e as propostas de reforma do novo ministro, pautadas na redução do gasto público e aumento do superávit fiscal de 2015, ilustram a mudança de trajetória.

A taxa Selic continuou em trajetória ascendente bastante acentuada, fechando o ano de 2015 em 14,25%. As taxas de juros reais só foram menores este ano porque a inflação oficial anual atingiu dois dígitos, da ordem de 10,67%. Esta inflação combatida com elevação das taxas de juros, claramente tinha um componente de custos fortíssimos, em razão do aumento dos preços de bens e tarifas públicas. A tese de que a inflação não provinha da demanda é atestada pela queda do PIB em 3,8% neste mesmo ano. Mesmo sendo menores as perspectivas para o ano de 2016, o Banco Central optou por manter a taxa básica de juros em 14,25%. O argumento principal contido nas atas do Copom, sempre o mesmo, é de que, em função dos riscos e das incertezas econômicas domésticas e externas, não há espaço para flexibilização da política monetária no momento.

#### **4 A Economia Política da Política Monetária do Governo Dilma**

A queda acentuada da taxa de juros não foi capaz de promover um aumento do investimento privado e, por consequência, impulsionar o crescimento econômico. Em outras palavras, tais políticas não foram capazes de incentivar a migração do capital financeiro para o capital produtivo. Ademais, a reversão da trajetória da Selic iniciada em abril de 2013 e aprofundada após a reeleição de Dilma, pode ser considerado o marco fundamental que expressa o malogro desta política no plano estrutural, isto é, no que concerne aos objetivos de romper com os limites da política macroeconômica brasileira.

As razões que explicam o fraco desempenho do investimento produtivo são diversas, mas o ponto central é, seguramente, a questão das expectativas. Os empresários não se sentiram tentados a

---

<sup>17</sup> O superávit primário para 2013 foi inferior aos anos de 2011 e 2012 não apenas em função das desonerações, mas também dos gastos previstos com os investimentos públicos do PAC e das obras para a Copa do Mundo.

investir por conta de uma reversão drástica nas expectativas de rendimentos futuros. De acordo com Barbosa-Filho (2015), a rentabilidade esperada dos investimentos de longo prazo, que já vinha caindo desde a crise internacional, foi agravada por um quadro de incerteza econômica e política – fato ocorrido durante todo o governo Dilma.

A incerteza econômica que pairava na economia brasileira - e que contribuía para a reversão da política de juros – pode ser explicada por fatores internos e externos. No âmbito interno, destaca-se os péssimos resultados macroeconômicos, sobretudo o baixo crescimento do PIB, uma inflação persistente, a desaceleração da oferta de crédito livre e os rumos futuros das políticas monetárias e fiscais. Ademais, o agravamento da crise política na medida em que se aproximava as eleições de 2014, contribuía para o aumento da crise de confiança e de expectativas. No âmbito externo, as dúvidas em torno dos indícios de recuperação da crise financeira internacional foram findadas pelos desdobramentos da crise financeira-fiscal dos países da zona do Euro a partir de 2011, sobretudo dos chamados PIIGS, e de uma gradual desaceleração da economia chinesa - um dos países mais importantes nas relações comerciais com o Brasil no período recente - que pode ser vista a partir de meados de 2012 (BARBOSA-FILHO, 2015).

A falta de sinalização dos objetivos e dos rumos futuros da política macroeconômica, na medida em que tornava obscuro o ambiente para a tomada de decisão de investimento, elevava a preferência pela manutenção de riqueza líquida. Inseridos na lógica da financeirização e suas características anômalas<sup>18</sup> para o caso brasileiro, não causa estranheza que os detentores do dinheiro preferissem manter estes ativos na circulação financeira, a qual oferece, além da liquidez imediata, baixo risco e elevada rentabilidade.

A interpretação dos problemas econômicos enfrentados pelo governo Dilma com base no viés da Economia Política, apesar de bastante relacionada ao panorama descrito acima, possui uma abordagem um pouco diferente. Calca-se, na verdade, em uma relação de causalidade com o poderio econômico e político dos setores rentistas e financistas, que viram seus interesses prejudicados pela política monetária adotada, e se uniram em desfavor da política econômica como um todo.

Um primeiro desconforto causado logo no primeiro mês de governo foi a oficialização da troca de presidente no Banco Central em janeiro de 2011, substituindo Henrique Meirelles, pessoa de confiança do setor financeiro, por Alexandre Tombini, funcionário de carreira do Bacen. Contudo, tão logo foram mantidas as linhas gerais da política monetária nos seis primeiros meses de mandato,

---

<sup>18</sup> Ver Lacerda (2013)

o novo presidente do Bacen adquiriu a confiança necessária do mercado para implementar as mudanças no segundo momento.

Segundo Nakano (2011), a redução da taxa básica de juros no mês de agosto causou certa surpresa aos setores rentistas e financistas, gerando um relativo protesto de parte da ortodoxia mais liberal que previam pressões inflacionárias com a redução de 0,5 p.p da Selic. No entanto, passado o *frisson* inicial, as opiniões dos representantes dos setores financistas transmitiam otimismo na grande mídia e na mídia especializada, pois viam o nascimento de uma “nova ordem financeira” nesta tendência de redução dos juros, vislumbrando possibilidades de aumento de operações de crédito, no intuito de compensar a perda de rentabilidade pela redução da Selic.

Cabe notar que o governo Lula já tinha reduzido o patamar da Selic, sem que isso “violasse” a convenção ou causasse (ao menos explicitamente) desconforto entre os setores. Entretanto, algumas diferenças entre os dois momentos devem ser ressaltadas. Primeiro, a queda relativamente vagarosa da Selic entre 2003 e 2010, somado à melhora no quadro inflacionário, resultava em juros reais ainda bastante elevados. Até mesmo no auge da crise internacional, quando adotadas as medidas anticíclicas em 2009, a taxa de juros real variou em torno de 4%, enquanto a maioria dos países desenvolvidos operavam com juros reais nulos ou negativos. Já no governo Dilma, a queda da taxa de juros, além de ter sido muito mais drástica, foi seguida de uma inflação resistente, cujo patamar atingia o teto da meta, e que se manteve cada vez mais presente mesmo após iniciada a política de reversão. Este quadro de inflação persistente e diminuição da Selic promovia um achatamento dos juros reais e, portanto, diminuição dos rendimentos reais dos setores rentista e financistas<sup>19</sup>.

Em segundo lugar, os resultados macroeconômicos favoráveis durante o governo Lula, sobretudo no que diz respeito ao crescimento econômico, baixo desemprego, melhora nos índices de distribuição de renda, aumento nas exportações, a obtenção do *investment grade* em 2008, etc., colocava o Brasil como um país de oportunidades para o capital estrangeiro. Estes bons resultados davam menor abertura de organização ao setor rentista/financista contra as políticas adotadas. Os mesmos resultados não foram verificados durante o governo Dilma. Apesar de ter havido redução da taxa de desemprego e melhora nos índices de pobreza e distribuição de renda, o Brasil conviveu com uma baixa taxa média de crescimento de 2,2% ao ano entre 2011 e 2014 - sendo 1,6% ao ano se o recorte escolhido for entre 2012 e 2014 –, além da já citada inflação, que permaneceu sempre próximo no teto da meta, com uma inflação média de 6,1% entre 2011 e 2014 (BARBOSA-FILHO, 2012).

---

<sup>19</sup> A redução dos lucros do setor financeiro não se deu apenas por meio de uma diminuição dos rendimentos reais das operações de empréstimo, mas também pela redução dos ganhos provenientes de aplicações indexadas à Selic, sobretudo operações em títulos mobiliários (DIEESE, 2013).

Em terceiro lugar, o governo Dilma impôs uma forte concorrência dos bancos públicos no sentido de forçar os bancos comerciais a reduzir os *spreads* bancários e, por consequência, reduzir as demais taxas de mercado. O resultado desta política para os bancos comerciais, representantes destacados do setor financeiro, é uma ameaça ao volume e à rentabilidade real das operações de empréstimo, mesmo que tal rentabilidade ainda se encontrasse em patamares elevados<sup>20</sup>. Algo semelhante pode ser verificado ao final do segundo governo Lula, em razão das medidas anticíclicas em 2009, no entanto, de modo bem mais comedido. O intuito de Lula ao lançar mão das linhas de crédito dos bancos públicos era apenas evitar o empocamento das operações de crédito resultante das posturas defensivas adotadas pelos bancos comerciais em períodos de incerteza.

Estes aspectos em conjunto, somados à falta de habilidade política de Dilma e outros problemas de ordem política<sup>21</sup>, levaram os setores rentistas e financeiros a formar um “julgamento violentamente negativo do governo” a partir de 2013 (BRESSER-PEREIRA, 2015, p.360). A ruptura foi se tornando cada vez mais evidente a partir das manifestações de junho<sup>22</sup> e no período pré-eleitoral em 2014, mesmo com a retomada pró-conservadora da política monetária em abril de 2013.

Deve-se salientar que, assim como explica, embora os grupos sociais que representavam a convenção tenham perdido vigor durante os governos Lula, eles continuavam presentes. Amparado por Erber (2011), a perda da posição hegemônica dos setores interessados na convenção não resulta no seu completo desaparecimento, pois esses seguem competindo pela hegemonia. Isto explicaria a reorganização destes setores e o consequente reflorescimento da convenção quando os mesmos resultados não foram verificados no governo Dilma.

Para os setores hegemônicos, a política macroeconômica gerida a partir de 2011, em especial a redução da taxa de juros, feriu a coalizão em torno da lógica da convenção existente desde a adoção do Plano Real, e institucionaliza pelo RMI. Considerando que houve uma “quebra de protocolo”, assim como em Nakano (2011), estes setores organizaram-se, usando seu poder e sua influência no modelo econômico e institucional vigente para influenciar a condução da política macroeconômica em favor da manutenção do *status quo*, tal qual presente em Erber (2011).

A atuação destes setores se deu por caminhos bastante conhecidos. De um lado, por meio do medo permanente do retorno da inflação, de modo a “plantar inflação para colher juros”. Este

---

<sup>20</sup> A demonstração de resultados trimestrais dos principais bancos comerciais privados do Brasil – Itaú, Bradesco e Santander -, comprova os lucros exorbitantes auferidos por estas instituições nos anos de 2012, 2013 e 2014.

<sup>21</sup> Dentre alguns problemas de ordem política pode-se citar os escândalos de corrupção na Petrobrás e na Energia Elétrica e a condenação dos envolvidos no julgamento do escândalo do mensalão.

<sup>22</sup> As manifestações populares de junho tinham inicialmente uma conotação apartidária. Porém, foram muito bem aproveitadas pelos setores insatisfeitos com a gestão macroeconômica do governo Dilma.

movimento pode ser visualizado nas publicações semanais do boletim Fócus<sup>23</sup>, que a partir de 2013 passou a expressar uma percepção cada vez mais negativa em relação ao quadro inflacionário. De outro, iniciou-se um forte discurso anti-intervencionista, que passou a ser endossado por acadêmicos, analistas de mercado e comentaristas econômicos, associando oportunisticamente o fracasso macroeconômico do governo Dilma ao excesso de intervenção. De acordo com Singer (2013, p.13), essa ofensiva conseguiu não somente pressionar o governo a recuar “o ensaio desenvolvimentista”, como também dividiu a “coalizão produtivista”<sup>24</sup>, fazendo migrar parte considerável do capital produtivo para a órbita rentista, fortalecendo ainda mais esta última. O discurso contra o intervencionismo recaía também, naturalmente, sobre a política monetária. Tecnicamente, considerava que houve uma tentativa forçosa de reduzir a taxa de juros abaixo do seu nível “natural” ou “de equilíbrio”, compatível com o nível de desemprego não inflacionário. O resultado seria, segundo a cartilha ortodoxa, um baixo nível de desemprego às custas de uma inflação elevada de curto prazo e um baixo crescimento econômico no longo prazo.

Portanto, foram as pressões inflacionárias, o mau desempenho econômico e os demais problemas de ordem política que forneceram a substância que os setores hegemônicos precisavam para se organizarem junto aos demais setores interessados, no intuito de forçarem a política monetária à sua maneira. Percebe-se, sobremaneira, a formação de uma espécie de um círculo vicioso conjuntural na economia brasileira a partir de 2012/2013 até a saída de Dilma, no qual os problemas econômicos e políticos podem ser explicados a partir da atuação dos setores interessados na manutenção da convenção, ao mesmo tempo em que o agravamento da crise política e econômica fornece os elementos que dão maior capacidade de atuação a estes setores em favor dos seus próprios interesses, no sentido de convencer os demais setores a partir da ideia representativa de bem comum.

Em suma, as políticas adotadas, sobretudo no campo monetário, foram mais que suficientes para a insurgência destes grupos de interesse. O novo ciclo de alta da taxa de juros iniciado em 2013 e as escolhas de Dilma para o segundo mandato, especialmente no que se refere ao nome de Joaquim Levy para a pasta da Fazenda e as políticas adotadas a partir de então, devem ser compreendidos como uma tentativa de acalmar o alvoroço criado e reverter o quadro de instabilidade política. Para mais, as análises que pretendem explicar todo o processo posterior subsequente, que culmina no impeachment da presidenta Dilma, devem incorporar os interesses dos grupos interessados em apoiar partidos que dão sustentação às políticas que os beneficiam, sobretudo políticas de liberalização financeira e de elevadas taxas de juros.

---

<sup>23</sup> Boletim realizado pelo Grupo de Relacionamentos com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) do Bacen.

<sup>24</sup> Ver Singer (2015).

## Considerações Finais

De modo geral, o presente artigo insere-se nas análises críticas a respeito dos rumos que a economia brasileira vem tomando nas últimas duas décadas. Tem como pano de fundo a ideia de que o modelo macroeconômico do “tripé”, ao subordinar as demais políticas econômicas ao regime de metas de inflação e, por conseguinte, à estabilidade de preços, tem sido um instrumento de fundamental importância para os setores rentistas e financeiros, no sentido de consolidar o pensamento liberalizante no Brasil, formando um núcleo cada vez mais compacto em torno da manutenção do regime atual.

O governo Dilma foi escolhido, pois verifica-se uma tentativa de romper com alguns limites estruturais da política macro, dentre eles, a convenção pró-conservadorismo na fixação da taxa de juros. A redução da Selic, iniciada em agosto de 2011, conduziu a taxa real de juros a níveis históricos para o padrão brasileiro recente. A reversão abrupta da trajetória de queda da Selic a partir de abril de 2013, retornando para o patamar de 11,75% ao ano em dezembro de 2014, pode ser considerada uma clara demonstração das dificuldades impostas pela economia política em se promover qualquer tipo de alteração do modelo que está posto.

Baseando-se nas premissas de moeda enquanto reserva de valor, incerteza econômica permanente, convenção da taxa de juros, modelo de crescimento liderado pelas finanças e pelos ganhos provenientes do rentismo, e a inerência dos conflitos de interesse, pode-se, sem a pretensão de tomar qualquer posição definitiva, trazer à tona algumas questões referentes a este momento peculiar da economia brasileira. É evidente que a redução dos juros nesse período, não acompanhada de uma queda na inflação, levou a uma perda de rentabilidade real das operações rentistas/financeiras. Para o setor financeiro, a simultânea ação dos bancos públicos nas linhas de crédito impunha uma concorrência aos bancos comerciais e demais instituições de crédito, de modo a limitar os ganhos efetivos em função da redução das tarifas e dos *spreads* cobrados por tais operações.

Em face disto, os setores interessados em elevadas taxas de juros sentiram que as políticas adotadas violavam a lógica da convenção em torno de um patamar da taxa de juros real aceito. Assim, estes setores hegemônicos, a fim de salvaguardar seus próprios interesses, passaram a se posicionar veementemente contra as políticas adotadas pelo governo. A dificuldade consiste em propor alteração pautada ortodoxa vigente, na qual as políticas monetária, fiscal e cambial estão atreladas aos objetivos e às diretrizes (confiança, credibilidade, etc.) do RMI, e que é reforçada por uma convenção estruturada na taxa de juros. Qualquer tentativa de mudança na situação atual torna-se uma “presa fácil” a ser combatida pelos setores interessados na manutenção da convenção.

Com efeito, assistiu-se, a partir de 2013, um processo de reversão expectativas e agravamento da crise política. O cenário de incerteza da economia internacional tornou o quadro mais obscuro. A baixa taxa média de crescimento e um quadro de inflação persistente e os esclarecimentos de alguns escândalos de corrupção forneceram a substância que os setores de oposição à condução da política econômica adotada precisavam para validar sua posição contrária.

A atuação destes setores de oposição se deu especialmente através do perigo iminente do retorno da inflação que era expresso pelos relatórios feitos pelos próprios representantes do mercado financeiro e propagado na grande mídia ou na mídia especializada. Este quadro agravou ainda mais o cenário de reversão das expectativas dos agentes empresariais, o que limitava os impulsos ao investimento privado gerados pela redução da taxa de juros e desvalorização da taxa de câmbio. Com a efetiva piora dos resultados macroeconômicos, estes setores em questão passaram a formular um duro discurso anti-intervencionista, associando de maneira oportunista os fracassos da política monetária e da política macroeconômica como um todo, ao excesso de intervenção do governo na economia. Este discurso ganhou ainda mais fôlego a partir de abril de 2013, mesmo após o início da trajetória de aumento da Selic até dezembro de 2014.

O agravamento da crise política e econômica ocorrida após a eleição presidencial e o processo de impeachment subsequente que acabou culminando no afastamento de Dilma em agosto de 2016, devem ser entendidos a partir da atuação dos setores rentistas e financistas em favor dos rendimentos reais, bem como também dos demais setores interessados na manutenção convenção. Levanta-se, por fim, que os maus resultados econômicos foram fatores que reforçaram a coalizão e, conseqüentemente, a capacidade de organização e atuação aos setores interessados na convenção.

## **Referências Bibliográficas**

- BARBOSA-FILHO, N. O desafio macroeconômico de 2015-2018. *Revista de Economia Política*, v. 35, n. 3, p. 403-425, 2015.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. *A Construção Política do Brasil: Sociedade, Economia e Estado desde a Independência*. Editora 34 LTDA. São Paulo. 2015.
- BRESSER-PEREIRA, L.C.; GOMES, C. "O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio". In J. L. Oreiro, L.F.R Paula e R. Sobreira (Orgs.). *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação*. Rio de Janeiro: Editora FGV.BRESSER. 2002.
- BRESSER-PEIREIRA; L.C.; NAKANO, Y. *A armadilha dos juros*. Folha de São Paulo, São Paulo, fev. 2002.

- CAGNIN, R.F; PRATES, D.M; FREITAS, M.C.P; NOVAIS, L.F. A gestão macroeconômica no governo Dilma (2011 – 2012). *Novos Estudos – Cebrap*, n.97. São Paulo, nov. 2013.
- CAMPEDELLI, A.L; LACERDA, A.C. Uma Crítica Pós-Keynesiana ao Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil. *Pesquisa e Debate*, v.25, São Paulo, 2014.
- CHERNAVSKY, E. Taxa natural e convenções: uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil. *In: XIII Encontro Nacional de Economia Política*, João Pessoa, 2008.
- CHESNAIS, F. La prééminence de la finance au sein du “capital en général”, le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital. *BRUNHOFF, S.; CHESNAIS, F.; DUMÉIL, G*, 65-130. 2006.
- DEQUECH, D. Conventional and unconventional behavior under uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*, Estados Unidos, v. 26, n.4, p. 145-168, 2003.
- DEQUECH, D.. Institutions, social norms, and decision-theoretic norms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, v. 72, p. 70-78, 2009
- DIEESE. Um novo cenário para o setor financeiro no Brasil. *Nota Técnica 123*. São Paulo, 2013.
- DUPUY, J.P, *et al.* L'économie des conventions. *Revue économique* v.40 n.2. 1989.
- ERBER, F.S. As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política”. V Fórum de Economia da FGV-SP. Set. 2008.
- \_\_\_\_\_. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, v. 31 (1), pp. 31-55. 2011.
- \_\_\_\_\_. The Evolution of development conventions. *Revista de Economia Política Contemporânea*, vol.16, pp. 5-36, 2012.
- FILGUEIRAS, L, *et.al.* Modelo liberal periférico e bloco de poder: Política e dinâmica macroeconômica no governo Lula. *In: Os anos Lula: contribuição para um balanço crítico 2003 – 2010*, Rio de Janeiro. Garamond, 2010, p. 35 -69.
- KEYNES, J.M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. Ed. Atlas, São Paulo, [1936] 1982
- \_\_\_\_\_. The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2) pp. 209-223. 1937.
- JODELET, D. Les représentations sociales. Paris: Presses Universitaire de France. 1989.
- LACERDA, A.C. Razões do baixo crescimento da economia brasileira no Governo Dilma Rousseff. *In: Dossiê da Crise IV: A economia brasileira na encruzilhada*. Associação Keynesiana Brasileira. Outubro, 2013.
- LAVOIE, M. Foundations of Post Keynesian Analysis, Aldershot, UK and Brookfield, US: Edward Elgar. (1992b).



- MARX, K. Capital: A Critique of Political Economy. Livro 3. Edited by Frederick Engels. Institute of Marxism-Leninism, USSR, 1959; First Published [1894]. On-Line Version: Marxists.org 1999. <https://www.marxists.org/archive/marx/works/download/pdf/Capital-Volume-III.pdf>.
- MODENESI, A. M. Convenção e rigidez na política monetária: Uma estimativa da função de reação do BCB - 2000-2007. Texto para discussão n.1351. IPEA. Rio de Janeiro, ago.2008
- MODENESI, A.M; MODENESI, R.L. Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil pós Plano Real: uma agenda de pesquisa. Revista de Economia Política, v. 32, nº 3 (128), pp. 389-411. 2012.
- MODENESI, A. M. Convenções do Desenvolvimento: contribuição de Fabio Erber. 2013. Visto em [http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/pesquisa/textos\\_sem\\_peq/texto0907.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/pesquisa/textos_sem_peq/texto0907.pdf).
- MOLLO, M.L.R. A Supremacia da Finança e da Crise. Brazilian Keynesian Review, v.1, n.1, p. 55-70, 2015.
- NAKANO, Y. “Antes que os populistas tomem conta”. Jornal Valor Econômico, 17/1/2006
- \_\_\_\_\_. “Finalmente a independência do BC”. Valor Econômico, 13/set, 2011, p. A-15.
- NEVES, A.L.; OREIRO, J.L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 29, n. 1, pp.101-132, jun. 2008
- PAULANI, L.M. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. Estudos Avançados v.23 n.66 (2009): 25-39.
- PAULANI, L.M. Os Rumos da Situação Econômica do Brasil. Revista Cultura e Extensão, USP, São Paulo, n.13, Supl., pp. 11-22, Set. 2015.
- PIRES, J.M; GALHARDO, A. F. Caminhando em círculo: idas e vindas da política econômica do governo Dilma. Pesquisa & Debate. São Paulo. 2011.
- SEABRA, L; DEQUECH, D. Convenções financeiras e a taxa básica de juros no Brasil: uma primeira aproximação. Revista de Economia Política, v. 33, n. 4, pp. 599-618, 2013.
- SINGER, A. Quatro notas sobre as classes sociais nos dez anos do lulismo. Fundação Perseu Abramo & Fundação Friedrich Ebert (Orgs.), Classes, 2014.
- TEIXEIRA, R.A; PINTO, E.C. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. Economia e Sociedade, Campinas, v. 21, Número Especial, pp. 909-941, dez. 2012.
- TERRA, F.H.B.; Uma interpretação pós-keynesiana do Regime de Metas de Inflação: poderia a Autoridade Monetária ser capturada pelo sistema bancário? Revista Sociedade de Economia Política, n.38. Niterói-RJ. jun. 2014.
- WRAY, L.R. “A teoria do dinheiro de Keynes: uma avaliação após 70 anos”. Revista de Economia, v.32 n.2. Ed. UFPR, pp. 43-62. jul/dez 2006.