



UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS HUMANAS, LETRAS E ARTES
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIA POLÍTICA E RELAÇÕES
INTERNACIONAIS

PEDRO CARDOSO SARAIVA MARQUES

A TAXA DE JUROS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA PÚBLICA:
análise de sua consistência para a estabilidade de preços no Brasil (1999-2019)

JOÃO PESSOA – PB

2021

PEDRO CARDOSO SARAIVA MARQUES

A TAXA DE JUROS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA PÚBLICA:
análise de sua consistência para a estabilidade de preços no Brasil

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em
Ciência Política e Relações Internacionais da Universidade
Federal da Paraíba como requisito para obtenção do título
de mestre.

Orientador: Prof. Dr. Italo Fittipaldi

JOÃO PESSOA – PB

2021

CATALOGAÇÃO

Catálogo na publicação Seção de Catálogo e Classificação

M357t Marques, Pedro Cardoso Saraiva.

A taxa de juros como instrumento de política pública :
análise de sua consistência para a estabilidade de
preços no Brasil (1999-2019) / Pedro Cardoso Saraiva
Marques. - João Pessoa, 2021.

81 f. : il.

Orientação: Italo Fittipaldi.

Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCHLA.

1. Política econômica. 2. Preços no Brasil - Planos de
estabilização. 3. Política pública de juros. 4. Modelos
de Vetores Autorregressivos (VAR). 5. Inflação. 6. Taxa
de juros. I. Fittipaldi, Italo. II. Título.

UFPB/BC

CDU 338(043)



UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIA POLÍTICA E
RELAÇÕES INTERNACIONAIS

ATA DE DEFESA DA DISSERTAÇÃO DE MESTRADO DO ALUNO PEDRO CARDOSO SARAIVA
MARQUES

Aos dezoito dias do mês de fevereiro do ano de dois mil e vinte e um, às quinze horas, realiza-se, virtualmente, por meio da ferramenta Google Meet, sala virtual <https://meet.google.com/dhf-bead-ony>, a sessão pública de defesa da Dissertação intitulada: "Taxa de Juros como Instrumento de Política Pública: análise de sua consistência para a estabilidade de preços no Brasil", apresentada pelo aluno Pedro Cardoso Saraiva Marques, bacharel em Ciências Sociais pela Universidade Federal da Paraíba, que concluiu os créditos exigidos para obtenção do título de MESTRE EM CIÊNCIA POLÍTICA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS, área de Concentração em Ciência Política, segundo encaminhamento da Prof.ª Dr.ª Liliانا Ramalho Fróio, Vice Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Ciência Política e Relações Internacionais da UFPB e segundo os registros constantes nos arquivos da Secretaria da Coordenação da Pós-Graduação. O Prof. Dr.º Ítalo Fittipaldi (PPGCPRI/UFPB), na qualidade de orientador, preside a Banca Examinadora da qual fazem parte os Professores Doutores Saulo Felipe Costa (PPGCPRI/UFPB), Wanderleya dos Santos Farias (Dept.º de Economia/UFPB) e Cletiane Medeiros Costa de Araújo (Dept.º de Gestão Pública/UFPB) e como suplentes Henrique Zeferino Menezes (PPGCPRI/UFPB), Ricardo Borges Gama-Neto (PPGCP/UFPE) e Pascoal Teófilo Carvalho Gomes (PGPCI/UFPB). Dando início aos trabalhos, o Senhor Presidente Prof. Dr.º Ítalo Fittipaldi convida os membros da Banca Examinadora para comporem a mesa. Em seguida é concedida a palavra ao mestrando para apresentar uma síntese de sua Dissertação, após o que é arguido pelos membros da Banca Examinadora. Encerrado os trabalhos de arguição, os examinadores dão o parecer final sobre a Dissertação, à qual é atribuído o seguinte conceito: **APROVADO**. Proclamado o resultado pela Prof. Dr.º Ítalo Fittipaldi, Presidente da Banca Examinadora, encerram-se os trabalhos, e para constar eu, Prof. Dr.º Ítalo Fittipaldi (Secretário ad hoc) lavro a presente Ata que assino juntamente com os demais membros da Banca Examinadora. João Pessoa - PB, 19 de fevereiro de 2021.

Prof. Dr.º Ítalo Fittipaldi - PPGCPRI / UFPB
Presidente da Banca

Prof.ª Dr.ª Wanderleya dos Santos Farias - DE / UFPB
(Examinadora externa)

Prof.ª Dr.ª Cletiane Medeiros Costa de Araújo - DGP / UFPB
(Examinadora externa)

Prof. Dr.º Saulo Felipe Costa - PPGCPRI / UFPB

“Viver em ignorância é condição ontológica, mas optar pela ignorância é perversão epistemológica”

(Wanderley Guilherme dos Santos)

“Quando eu me impulsionava para frente, eu era arrastado. Quando eu ficava no mesmo lugar, eu afundava. Assim eu cruzei a torrente: sem me impulsionar para frente e sem ficar parado no mesmo lugar”

(Siddhārtha Gautama)

AGRADECIMENTOS

“Robin, mesmo que você esteja sozinha agora, algum dia, com certeza, você irá encontrar companheiros. O oceano é vasto. Algum dia, com certeza, seus companheiros irão aparecer para protegê-la”

(Jaguar D. Saul)

Inicio esta breve seção dedicando meu trabalho, em especial, às professoras Maria Auxiliadora Alves Dias (Cilinha), Iris Ribeiro de Souza e Catarina Tavares Vieira Jamaru. Homenageio Cilinha por ter sido minha primeira educadora, Iris por ter me ensinado a ler e escrever e Catarina por me apresentar as regras que devem reger um bom texto dissertativo-argumentativo. Sou fundamentalmente grato às três e desejo que este trabalho esteja à altura do que as três esperam de mim.

Prossigo agradecendo meu orientador Italo Fittipaldi, que depositou tanto empenho, paciência e confiança no meu trabalho com excepcional presteza. Para mim, é uma honra ter sido seu discípulo durante tanto tempo de cooperação.

Também sou grato aos demais professores do departamento, que igualmente se esforçam para conciliar as funções de docência, pesquisa e orientação.

Minha gratidão à minha mãe Vera Lucia, por quem nutro imensa admiração e que sempre respeitou o caminho que escolhi trilhar, independentemente das dificuldades. Igualmente agradeço a meu pai Geraldo Rodrigues por seu apoio contínuo.

Agradeço meu companheiro Arthur Farias por seu carinho, suporte emocional, sinceridade e, não menos importante, por suas ocasionais aulas de estatística.

Finalmente, volto meus agradecimentos a todos os meus colegas de turma com quem compartilhei experiências memoráveis. Em especial: Kamila Félix, Lucas Amorim, Simone do Vale, Carol Aldapi, Paula Bezerra e Anderson Paz. Obrigado por seu carinho e apoio contínuo.

RESUMO

O presente trabalho se propõe a analisar a consistência no uso da taxa de juros de curto prazo, no Brasil, como um dentre outros instrumentos de política pública voltados para a estabilização do nível geral de preços. O ajuste dos juros pelo Banco Central do Brasil é uma ferramenta de governo classicamente empregada para combater a inflação, dado o seu potencial de induzir uma contração no consumo da população, redundando em queda dos preços. No entanto, a literatura sobre instrumentos governamentais salienta que nem sempre as políticas públicas são compatíveis com seus objetivos. Isso é especialmente reforçada por Tinbergen, que popularizou o conceito de inconsistência para caracterizar essa situação. Por sua vez, o teórico Hood também contribuiu à literatura alertando que não só a política pública influencia o comportamento social, mas também o inverso, pois as decisões tomadas pelas autoridades exigem alguma informação de como a sociedade se encontra. Com base nisso, esse manuscrito se propõe a averiguar, empiricamente, se o uso da taxa de juros, pelo Banco Central do Brasil, está realmente associado a uma taxa de inflação menor entre os anos 1999 e 2019. Assentando-se em uma síntese teórica entre Tinbergen e Hood, essa hipótese é testada mediante modelos de Vetores Autorregressivos simples, cujo papel é estimar a relação de interdependência entre o comportamento inflacionário e o instrumento de juros. Finalmente, o trabalho conclui que não há evidências suficientes em favor da hipótese de pesquisa. Isto é, essa ferramenta do Banco Central não é consistente com seu propósito de estabilizar o nível geral de preços.

Palavras-chave: políticas públicas baseadas em evidência; política pública de juros; instrumentos governamentais; VAR.

ABSTRACT

The present work aims to analyze the consistency in the use of the short-term interest rate in Brazil, as one among other public policy instruments directed at stabilizing the general price level. The interest rate adjustment by the Central Bank of Brazil is a government tool classically used to fight inflation, given its potential to induce a contraction in the population's consumption, resulting in a fall in prices. However, the literature on government instruments highlights that public policies are not always compatible with their objectives. This is especially reinforced by Tinbergen, who popularized the concept of inconsistency to characterize this situation. In turn, the theorist Hood also contributed to the literature, warning that not only public policy influences social behavior, but also the reverse, as the decisions taken by the authorities require some information about the current situation in society. Based on this, the present manuscript proposes to empirically ascertain whether the use of the interest rate by the Central Bank of Brazil is actually associated with a lower inflation rate between the years 1999 and 2019. Based on a theoretical synthesis between Tinbergen and Hood, this hypothesis is tested using simple Vector Autoregression models, whose role is to estimate the interdependence relationship between inflationary behavior and the interest rate instrument. Finally, the paper concludes that there is not enough evidence in favor of the research hypothesis. That is, this Central Bank tool is not consistent with its purpose of stabilizing the general price level.

Key words: evidence based policies; interest rates policy; governing instruments; VAR.

LISTA DE FIGURAS, QUADROS, TABELAS E GRÁFICOS

Figuras:

Figura 1.1	Estrutura do trabalho.....	22
Figura 2.1	Esquema de análise da taxa básica de juros enquanto instrumento de política pública.....	37

Quadros:

Quadro 2.1	Teorias de políticas públicas e a posição que os instrumentos ocupam.....	31
Quadro 3.1	Características dos programas de estabilização no século XIX.....	55
Quadro 4.1	Séries temporais empregadas no estudo.....	57

Tabelas:

Tabela 4.1	Testes de raiz unitária Dickey-Fuller Aumentado (incluindo tendência e constante).....	58
Tabela 4.2	Testes de raiz unitária Phillips-Perron (incluindo tendência e constante).....	58
Tabela 4.3	Seleção de defasagens VAR (com constante e limite de quatro <i>lags</i>).....	63
Tabela 4.4	Estimação dos modelos VAR 1 e 2 (ago./1999-dez./2019).....	68
Tabela 4.5	Decomposição da variância da inflação, em uma previsão de 12 meses e com 95% de intervalo de confiança.....	72

Gráficos:

Gráfico 4.1	Evolução da SELIC, do IPCA acumulado e da taxa de desemprego de fim de período (jun./1999-dez./2019).....	66
Gráfico 4.2	Funções impulso-resposta do IPCA com previsão de 12 meses.....	70
Gráfico 4.3	Funções impulso-resposta do IGP-DI com previsão de 12 meses.....	70
Gráfico 4.4	Círculos de raiz unitária para os modelos 1 e 2.....	73

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIC – Critério de Informação de Akaike

AR – Modelo Autorregressivo

BCB – Banco Central do Brasil

BIS – *Bank for International Settlements*

BTN – Bônus do Tesouro Nacional

Conep – Comissão Nacional de Estabilização de Preços

FEVD – *Forecast Error Variance Decomposition*

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FMI – Fundo Monetário Internacional

H_1 – Hipótese de Pesquisa 1

H_2 – Hipótese de Pesquisa 2

HQIC – Critério de Informação de Hannan-Quinn

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGP-DI – Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna

IPC – Índice de Preços ao Consumidor

IPCA – Índice Geral de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

ORTN – Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

OTN – Obrigação do Tesouro Nacional

PAEG – Programa de Ação Econômica do Governo

PED – Plano Estratégico de Desenvolvimento

R^2 – Coeficiente de determinação

RMI – Regime de Metas de Inflação

SBIC – Critério de Informação Bayesiano

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

URP – Unidade de Referência de Preços

URV – Unidade Real de Valor

VAR – Vetores Autorregressivos

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Contexto	11
1.2 Problema e hipótese de trabalho.....	17
1.3 Objetivos de pesquisa.....	19
1.4 Metodologia	20
1.5 Relevância	21
2 O INSTRUMENTO E A POLÍTICA PÚBLICA: ANALISANDO OS JUROS COMO VETOR DE ESTABILIZAÇÃO DO NÍVEL GERAL DE PREÇOS	23
2.1 Pensando a “caixa de ferramentas” do Estado	23
2.2 A abordagem Tinbergen-Hood.....	31
2.3 Contextualizando o instrumento de juros na literatura de políticas públicas	33
3. PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS NO BRASIL	38
3.1 Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social (1963).....	38
3.2 Programa de Ação Econômica do Governo (1964-1967)	41
3.3 Plano Estratégico de Desenvolvimento (1968-1970).....	43
3.4 Plano Cruzado (1985-1987)	44
3.5 Plano Bresser (1987-1988).....	47
3.6 Plano Verão (1989)	49
3.7 Plano Collor (1990-1992).....	51
3.8 Plano Real (1994).....	52
4. DESENHO DE PESQUISA E RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA	56
4.1 Metodologia	56
4.1.1 Dos indicadores utilizados	56
4.1.2 Modelos autorregressivos.....	58
4.2 Resultados empíricos.....	63
4.2.1 Análise exploratória dos dados.....	64
4.2.2 Estimando os parâmetros dos modelos VAR.....	66
4.2.3 Pós-estimação dos modelos.....	68
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
REFERÊNCIAS	78

1 INTRODUÇÃO

Em termos gerais, o presente trabalho tem por objetivo analisar a compatibilidade da política de juros executada pelo Banco Central do Brasil e seu propósito de estabilizar a inflação. O desenvolvimento desse estudo estrutura-se sobre a literatura de políticas públicas e instrumentos governamentais acumulado na área de Ciência Política, partindo do entendimento que a condução dos juros de curto prazo é uma ferramenta de governo voltado para atender a demanda coletiva por uma moeda estável. Não obstante, para esclarecer os nexos existentes entre políticas públicas, inflação e taxa de juros, faz-se necessário definir e contextualizar cada um desses conceitos.

1.1 Contexto

Segundo o consagrado manual sobre políticas públicas de Secchi (2013), quando demandas sociais têm sua urgência reconhecida, estratégias de intervenção do Estado são escolhidas para atendê-las. A depender da maturidade e do sucesso com que tais demandas avançam na agenda política, os burocratas formulam medidas públicas para influenciar o comportamento da sociedade, visando resolver determinados problemas. Por sua vez, tal formulação se dá a reboque da escolha de um instrumento governamental específico por parte dos gestores responsáveis. Isto é, elege-se um “método identificável por meio do qual a ação coletiva é estruturada para lidar com um problema público” (OLLAIK e MEDEIROS, 2011, p.1945). Finalmente, a ferramenta de governo selecionada passa a atuar com o propósito de mitigar aquilo que se reconheceu como um problema passível de sofrer interferência do Estado.

Assim, políticas públicas são aqui definidas como o “Estado em ação”¹ (cf. MARQUES, 2010) com vias a supostamente atender certas necessidades e valendo-se, para tanto, de instrumentos orientados por seus respectivos objetivos. Por extensão, trata-se de um conjunto de decisões tomadas, no âmbito do governo e sob determinados procedimentos, com a finalidade de gerar um bem ou serviço considerado relevante para a população-alvo (SECCHI, 2013). A concepção de política pública aqui adotada, portanto, é estado-cêntrica (*state-centered policy-making*), pois enfatiza o protagonismo de burocratas governamentais na resolução de problemas (*Ibid.*), seja a partir de uma gestão direta (sem mediações) ou indireta (delegando atribuições a grupos privados) (OLLAIK e MEDEIROS, 2011).

¹ Denominações adjacentes como política/ação/intervenção pública/estatal/governamental são aqui utilizadas com o mesmo significado.

Nesse sentido, pode-se dizer que uma estratégia de ação do governo não se encerra sumariamente na intenção de satisfazer demandas, mas implica sobretudo a reflexão sobre qual instrumento seria oportuno em cada caso. Tal ponderação é de suma importância por pressupor que meios concorrentes, com eficácias distintas, estão à disposição para se alcançar o resultado desejado. Por exemplo: ao formular uma política pública de redistribuição de renda, o Estado pode optar tanto pela transferência direta de recursos para a população vulnerável, quanto por uma reforma progressiva da estrutura tributária (cobrando mais impostos dos mais ricos e menos dos mais pobres). Evidentemente, ambas as alternativas têm suas vantagens e desvantagens a depender do contexto.

Inspirando-se nesse debate, o presente trabalho se propõe a analisar um instrumento de política pública em particular: a taxa básica de juros praticada pelo Banco Central do Brasil. No repertório do Estado brasileiro, essa é uma das ferramentas mais usuais para estabilizar a taxa de inflação no Brasil, aqui definida como o crescimento generalizada e duradouro dos preços de bens e serviços (*cf.* VISCECONTI e NEVES, 2000). No entanto, as propriedades que caracterizam a inflação como um problema coletivo e os juros definidos pelo Banco Central como política pública não são tão óbvios quanto parecem à primeira vista. Isso exige o esforço de contextualizá-los e compreender a importância de investigar sua relação.

Antes de tudo, existem motivos razoáveis para processos inflacionários serem considerados inconvenientes tanto pelo governo, quanto pelo público em geral. Esse fenômeno é reiteradamente caracterizado como um problema na medida em que deteriora o poder de barganha da população e redistribui renda regressivamente. Isto é, quando os preços aumentam continuamente, os recursos financeiros tornam-se insuficientes para se ter acesso ao mesmo padrão de consumo que se tinha outrora, prejudicando, em maior proporção, a população de baixa renda. Em algumas situações, também assumem conflitos velados de classe, em que trabalhadores se protegem da alta de preços pressionando por ganhos salariais e empresários, em seu turno, aumentam os preços dos bens e serviços para alcançar a margem de lucro desejada (NOVELLI, 2005). Isso aconteceu no Brasil, sobretudo, na década de 1980, quando os reajustes salariais eram muito frequentes em função de uma inflação fora do controle (GIAMBIAGI et al. 2011).

No entanto, há uma dificuldade explícita em mitigar o comportamento inflacionário sem haver alguma medida de regulação por parte do Estado. Conforme reitera Olson (2002), em grupos de grandes dimensões, cada indivíduo considera proibitivo contribuir voluntariamente

para a produção de um determinado bem público², mesmo quando possui interesse em usufruir do mesmo. Como o sacrifício de cada um constitui uma fração muito reduzida do resultado agregado, os indivíduos, em média, abstêm-se de seu esforço em concretizá-lo acreditando que os demais não cumprirão sua parte, gerando, por sua vez, um problema de ação coletiva. No caso particular da inflação, os indivíduos não estão interessados em reduzir seu consumo por conta própria de forma a contribuir para a redução de preços³, mesmo sob a suposição de que este sacrifício lhes seja economicamente mais vantajoso em virtude de uma inflação estável (*Ibid.*, p. 166). O mesmo pode se refletir em conflitos distributivos nos quais trabalhadores e empresários insistem em reajustar seus rendimentos, ainda que isso gere um ônus para todos.

Tais circunstâncias reiteram o papel ativo do Estado em estruturar ações coletivas com a finalidade de gerar o seguinte bem público: a manutenção da inflação sob um patamar tolerável. Convencionou-se, portanto, atribuir ao governo a prerrogativa de executar uma política pública de estabilização de preços, visando mantê-los em um nível baixo e assegurando, por extensão, o equilíbrio do poder de compra da população ao longo do tempo. Não obstante, essas breves considerações levantam algumas questões essenciais que merecem destaque. Em primeiro lugar, que instrumentos estão disponíveis para concretizar tal política? Em segundo lugar, por que o instrumento de juros é empregado com este fim no Brasil contemporaneamente? E em terceiro, quais questões de pesquisa pertinentes se colocam diante desse contexto?

A percepção de que a inflação é um problema que demanda atuação do Estado é muito antiga, tendo acirrado controvérsias teóricas acerca das ferramentas apropriadas para estabilizá-la. Desde o século XVI, estudiosos estiveram interessados em identificar as causas do encarecimento generalizado de bens e serviços (RESENDE, 2017), cujos debates seculares consolidaram dois padrões principais de intervenção pública: instrumentos baseados em quantidade e instrumentos baseados em preços (*cf.* HALDANE, 2014). Ambos, naturalmente, com a mesma finalidade. Políticas baseadas em quantidade foram responsáveis por inaugurar o debate acerca da intervenção pública sobre o nível geral de preços e foram justificadas pela chamada Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Segundo esta abordagem, quando uma economia se encontra no limite de sua oferta de bens e serviços, a emissão, pelo Estado, de moeda à disposição do público (isto é, liquidez), causa um desequilíbrio dos preços com

² Trata-se de algum benefício que possa ser usufruído simultaneamente por todos de um determinado grupo de maneira não rival e não excludente (ROSEN e GAYER, 2015). Dificilmente algum bem dessa natureza pode ser encontrado em sua forma pura, geralmente havendo algum grau de rivalidade ou exclusão em seu consumo.

³ O vínculo entre essas duas instâncias será melhor desenvolvido adiante.

tendência à inflação. Partindo, portanto, da ideia de que o volume de meios de pagamento condiciona o nível geral de preços, o instrumento natural para conter pressões dessa natureza seria restringir o crescimento do estoque de moeda.

No entanto, tal abordagem enfrentou pontos de inflexão ao longo da história, culminando em seu desgaste. Primeiramente, alguns estudiosos apontaram que a moeda tem um caráter endógeno: isto é, sua quantidade não depende diretamente da emissão discricionária pelas ditas autoridades monetárias, estando intimamente vinculada aos padrões de comportamento na sociedade. Sendo assim, períodos de maior ou menor atividade econômica e o nível tecnológico do sistema financeiro pressionam naturalmente os bancos centrais a disponibilizar a liquidez necessária para realizar transações econômicas do dia-a-dia (RESENDE, 2017). Assim, a inflação seria indeterminada do ponto de vista da quantidade de moeda, dada a sua endogeneidade. Em outra instância, também se argumentou que, embora haja correlação entre inflação e moeda, a causalidade seria inversa: na realidade, se os produtos estão mais caros, impõe-se a necessidade de garantir mais dinheiro para pagá-los, e não o contrário (*Ibid.*).

Com a perda de apelo dessa abordagem, desde a metade do século passado, instrumentos baseados em preços vêm adquirindo maior notoriedade no debate de estabilização de preços, constituindo uma alternativa. Tal padrão de política pública tem como prerrogativa o encarecimento do crédito via aumento de juros de curto prazo, no intuito de tornar o consumo e o investimento proporcionalmente mais caros e, por conseguinte, reduzir o ritmo da atividade econômica. No cerne de sua concepção, figura a ideia de que, arrefecendo-se o crescimento econômico circunstancialmente, a subsequente redução do consumo induziria o comércio a baixar seus preços. Destarte, tal instrumento se vale de uma abordagem teórica, que não a TQM, sobre a inflação, sugerindo que o volume de moeda perde sua importância e a demanda agregada⁴ por bens e serviços adquire relevância por seu potencial inflacionário quando excede as condições de oferta (*Ibid.*).

Esta abordagem inspira-se em um influente trabalho empírico de William Phillips, no final da década de 1950. Investigando a covariância entre duas largas séries históricas de desemprego e inflação para o Reino Unido, esse pesquisador constatou que ambas evoluíam em sentido inverso: maior desemprego estava relacionado a uma inflação menor e vice-versa,

⁴ Trata-se de quanto a população, em média, está disposta a pagar por uma determinada quantidade de um bem genérico (tendo em vista o que é ofertado no todo) (KEYNES, 1996). Em um primeiro momento, se a demanda agregada estiver super aquecida, significa que as famílias estão consumindo muito, pois estão dispostas a comprar uma grande quantidade de bens pelos preços correntes.

consagrando o que ficou conhecido como Curva de Phillips (VISCECONTI e NEVES, 2000). Entre as leituras possíveis de seu trabalho, ganhou força a pressuposição de que a manutenção da taxa de desemprego a um nível muito baixo e, conseqüentemente, um consumo elevado das famílias pode desestabilizar os preços, sendo necessário que o gestor público encontre o ponto de equilíbrio ideal entre essas duas instâncias. Em decorrência disso, os instrumentos baseados em preços tornam-se uma nova alternativa: encarecendo as taxas juros de curto prazo⁵, a taxa de desemprego se eleva, o que arrefece o consumo e estabiliza a inflação na medida em que os bens e serviços precisam se acomodar a essa baixa na demanda⁶.

Em se tratando de políticas públicas e, mais especificamente, daquelas voltadas para a estabilização de preços, outro ponto importante são as diretrizes que lhe subjazem: isto é, as regras procedimentais que ordenam sua utilização. Em 1989, a Nova Zelândia destacou-se por buscar “disciplinar” a política pública de juros mediante o estabelecimento de critérios claros para sua execução, que deveria ser orientada majoritariamente para convergir o nível de preços a um patamar pré-estabelecido⁷. Surgia, nesse contexto, o primeiro Regime de Metas de Inflação (RMI), um arranjo institucional que se difundiu consideravelmente⁸. Apesar da diversidade de sua aplicação mundo a fora, é possível defini-la em algumas características essenciais: o Estado define uma meta de inflação explícita (que pode ser um número absoluto ou um intervalo) a ser satisfeita em um determinado prazo, possibilitando diagnosticar continuamente se a evolução da inflação tem se seguido da maneira esperada e, mais importante, assume a prerrogativa de pautar as políticas de estabilização de preços (cf. TRUMAN, 2003, p. 6).

Uma política de juros, vale ressaltar, pode ser direcionada a atender outros objetivos que não atenuar a inflação (por exemplo: influenciar o câmbio ou aquecer a economia). Logo, a especificidade desse regime está em reduzir o grau de discricionariedade da execução da política de estabilização de preços (seja qual for o instrumento empregado⁹) na medida em que

⁵ Para fins conceituais, a capacidade de alterar essas taxas é aqui denominada política pública de juros, pois corresponde à prerrogativa do Estado em fornecer diretrizes sob as quais juros de curto prazo devem operar.

⁶ Interpretações mais recentes também desafiam esse nexo causal, atribuindo à inflação um caráter essencialmente expectacional. Segundo essa literatura, os juros servem como uma forma de balizar as expectativas sobre a inflação futura, supondo que o nível de preços é sensível a essas expectativas (cf. RESENDE, 2017).

⁷ Nesse país, os juros são definidos pelo parlamento. Contudo, é mais comum que essa tarefa seja feita pelo Banco Central, trazendo a controvérsia sobre se essa instituição deveria ter independência para executar a política.

⁸ Em menos de dez anos após a experiência pioneira da Nova Zelândia, 25 países adotaram esse regime (MUKHERJEE e SINGER, 2008).

⁹ Enquanto, em muitos países, o instrumento são os juros de curto prazo, esta não é uma exigência *a priori*. No México, durante algum tempo, seu Banco Central definia o volume de depósitos que os bancos comerciais deviam manter ocioso em sua reserva, de modo a reduzir a quantidade de dinheiro disponível no sistema financeiro e fazer a inflação convergir a uma meta explícita (TRUMAN, 2003). Em outras palavras, valia-se de um instrumento baseado em quantidade, e não em preços.

a vincula a uma meta de inflação a ser cumprida, induzindo uma prestação de contas junto à sociedade. Alternativamente, sua implementação pode se traduzir na própria formalização de um instrumento de estabilização de preços, como foi o caso brasileiro. No Brasil, nem sempre a política pública de juros esteve tão institucionalmente consolidada como um instrumento dessa natureza. Só a partir de junho de 1999, o Banco Central do Brasil (BCB) implementou o RMI para amarrar sua política pública de juros a uma meta de inflação, nesse caso caracterizada por um intervalo numérico dentro do qual o nível de preços deve estar situado ao final de cada ano. Portanto, para satisfazer o RMI, o BCB deve alterar periodicamente sua taxa básica de juros (SELIC¹⁰) conforme a evolução da taxa de inflação e de outras variáveis importantes, visando mantê-la sob o patamar considerado adequado para aquele ano.

Vale esclarecer, contudo, que a autonomia do BCB é relativa. Por um lado, seu quadro dirigente é nomeado pelo Poder Executivo em exercício, portanto, havendo coincidência entre os mandatos presidencial e das autoridades responsáveis pela política de juros. Olivieri (2007) constata que esses funcionários são escolhidos não só por critérios profissionais, mas sobretudo por parâmetros de confiança, além de identificar uma sobreposição entre elites privada e pública, dada a circulação desses atores sociais pela esfera financeira regulada e pela esfera reguladora. Isso, naturalmente, compromete a independência da instituição. Por outro lado, os integrantes da equipe do BCB detêm liberdade operacional para definir a SELIC e dar outras diretrizes (RIBEIRO, 2017).

Visto isso, tem-se que políticas públicas de estabilização de preços compartilham o mesmo objetivo, mas variam nos instrumentos empregados para concretizá-lo. Ou seja, há um consenso razoável sobre as consequências indesejáveis da inflação, dando margem à atuação do Estado em debelá-la, mas a escolha do meio necessário para concretizar esse objetivo varia. A emergência de tais ferramentas vincula-se a uma longa tradição de disputas teóricas a respeito das causas da inflação, sendo que, atualmente, instrumentos baseados em preços são mais bem disseminados em função da perda de apelo da Teoria Quantitativa da Moeda.

Naturalmente, o BCB também detém outros mecanismos de governança para estabilizar preços. Dentre eles: 1) o limite monetário que instituições financeiras são obrigadas a manter no Banco Central e 2) a taxa com que o BCB lhes concede empréstimos. Ainda assim, a gestão da SELIC consagrou-se como a principal ferramenta, o que motiva sua análise enquanto instrumento de política pública neste trabalho.

¹⁰ É a sigla para Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Cada país possui uma taxa básica de juros com denominação própria, que funciona, na prática, como referência para os juros de curto prazo efetivamente cobrados no sistema financeiro.

1.2 Problema e hipótese de trabalho

Como já foi destacado, uma política pública deve dispor de instrumentos respectivos para realizar-se na prática, baseando-se na suposição de que uma variação no uso do instrumento ocasionará uma variação correspondente no problema que se deseja mitigar. Neste caso, a política de estabilização de preços do BCB está lastreada na concepção de que momentos de ritmo intenso da atividade econômica estão associados a choques inflacionários. Logo, essa abordagem sugere que tal demanda por bens e serviços é consideravelmente sensível aos juros de curto prazo, na medida em que o crédito é utilizado para financiar consumo. Finalmente, um dos instrumentos mais apropriados para estabilizar a inflação seria influenciar os juros de curto prazo de modo a limitar a atividade econômica e atingir o objetivo de estabilizar a inflação.

No entanto, se a gravidade da inflação está dada, não menos urgente é a necessidade de verificar se o instrumento de política pública descrito anteriormente está adequadamente alinhado ao seu objetivo de estabilização dos preços. Ainda que a tomada de decisão pelo BCB suponha padrões procedimentais claros, não é auto evidente que sua execução produza o efeito esperado, ou que a relação teórica entre taxa básica de juros e taxa de inflação seja verdadeira no contexto brasileiro.

Tal discussão remete ao conceito de inconsistência popularizado na literatura por Tinbergen (1956). Segundo o autor: um desenho de política pública é inconsistente quando, empiricamente, os meios aplicados pelo governo afetam adversamente ou não se materializam nos objetivos propostos. A identificação de inconsistência pode não ser uma prática comum em diversas ocasiões, mas é de grande importância para o governo justificar os custos e a continuidade de suas intervenções, além de ser de interesse público e acadêmico. Assim, caso não se confirme empiricamente a compatibilidade entre a política do BCB e a desaceleração dos preços, o instrumento se coloca diante de um desafio não apenas por ser inadequado, mas também por implicar outros custos. Por exemplo, o aumento da taxa básica de juros vem associado a um maior custo de empréstimo e agrava a própria dívida pública, pois muitos títulos da dívida¹¹ são remunerados pela própria SELIC (CARVALHO, 2018). Mesmo supondo que a

¹¹ Normalmente, quando o Estado brasileiro precisa financiar-se além dos impostos, o governo se endivida ao emitir títulos que podem ser comprados pelo setor privado e que rendem a uma taxa específica.

política fosse eficaz, o ônus de uma taxa de desemprego maior também poderia estar presente, pois o equilíbrio favorável de preços não é um “almoço grátis”¹² (ANDERSON, 2001).

O contexto brasileiro também levanta algumas dúvidas sobre a adequação desse desenho de intervenção. Conforme Carvalho (2018), a alta concentração bancária no Brasil induz os juros comerciais a serem elevados independente das mudanças na SELIC. Há, atualmente, cinco grandes bancos no país, sendo dois deles estatais. Para além disso, o rendimento de títulos da dívida pública à taxa SELIC também se torna um problema, pois esses papéis têm menor risco, favorecendo sua compra e dificultando um mercado de crédito mais competitivo com juros comerciais flexíveis para baixo. Outro argumento destaca que há um volume importante de empréstimos a longo prazo com juros subsidiados, como é o caso do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, mas Carvalho (2018) argumenta que essa situação é justificada pela própria dificuldade que as firmas enfrentam em encontrar financiamentos a taxas sustentáveis. Aspectos como estes podem travar a efetividade da política do Banco Central.

Sendo assim, propõe-se a seguinte pergunta: a política pública de juros, no Brasil, é um instrumento consistente para a estabilização do nível geral de preços? Com efeito, tal questionamento expõe o problema de pesquisa deste trabalho: a saber, a suposta compatibilidade entre instrumento e objetivos, como conceituado por Tinbergen.

A estruturação de uma resposta a essa pergunta, não obstante, acaba incitando dilemas que exigem um retorno à literatura teórica. No trabalho clássico de Hood (1983), o autor argumenta que as políticas públicas não só afetam o comportamento social, como também são reciprocamente influenciadas por essa segunda variável. Se por um lado, o BCB busca mitigar o comportamento inflacionário através dos juros de curto prazo, a definição da SELIC também se baseia nas informações que as autoridades obtêm sobre a realidade social. Assentando-se nessa contribuição, julga-se interessante, do ponto de vista teórico-metodológico, que a consistência do instrumento de juros seja analisada incorporando a relação de interdependência entre as duas variáveis. Isso reforça a pertinência de se estudar a relação mútua entre os fenômenos ao longo do tempo e facilita a definição das finalidades e da metodologia desse estudo.

¹² Popularizado por Milton Friedman, este termo alude ao fato de que todo bem e serviço tem um preço em uma economia capitalista.

1.3 Objetivos de pesquisa

Voltando-se ao problema central desta dissertação, o presente trabalho se norteia pelos seguintes objetivos:

Objetivo geral

Identificar o padrão de covariância entre a taxa de inflação e mudanças na política pública de juros do BCB, de modo a investigar a consistência dessa intervenção pública.

Objetivos específicos:

- 1) Analisar a covariação, no tempo, entre o nível geral de preços de itens de varejo e a taxa SELIC.

Tais bens e serviços são comercializados diretamente para as famílias brasileiras, constituindo uma dimensão prioritária para se pensar a perda de barganha da população em decorrência da inflação. Este objetivo corresponde às especificações preferenciais do estudo, dado que o BCB pauta suas decisões nessas informações.

- 2) Analisar o padrão de covariância quando se dá maior ênfase a preços do atacado, os quais possuem maior inserção no mercado internacional.

Com esse objetivo, busca-se verificar a relação entre a SELIC e preços que são mais sensíveis ao dólar.

Logo, considerando o problema de trabalho, as suposições teóricas supracitadas e os objetivos apresentados, este manuscrito se dispõe a testar as seguintes hipóteses:

H_1 = Mudanças na taxa básica de juros brasileira (SELIC), executadas pelo BCB, apresentam uma covariância, em sentido oposto, à taxa de inflação de produtos de varejo no tempo.

H_2 = Mudanças na taxa básica de juros brasileira (SELIC), executadas pelo BCB, apresentam uma covariância, em sentido oposto, à taxa de inflação no tempo, quando se dá maior ênfase a preços do atacado.

1.4 Metodologia

De forma a operacionalizar a análise empírica vis-à-vis os parâmetros elencados acima, dois indicadores são escolhidos para representar o nível de preços. A inflação é medida preferencialmente pelo Índice Geral de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para itens livres, isto é, considerando apenas bens e serviços sob livre concorrência. Tal índice é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Por sua vez, a delimitação do nível de preços apenas a bens sob livre concorrência tem por intuito excluir os preços administrados pelo governo, dado que estes são pouco sensíveis aos juros por serem estabelecidos discricionariamente. A utilização desta métrica se conecta ao *objetivo específico (1)* da pesquisa.

Em segundo plano, também se opta por um modelo utilizando o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). Este trata-se de uma média ponderada em que se atribuem pesos específicos a diferentes subindicadores de inflação: 60% ao Índice de Preços por Atacado, 30% Índice de Preços do Consumidor e 10% Índice Nacional de Preços da Construção Civil. Este indicador composto atribui maior ênfase a preços de atacado, que têm maior inserção na dinâmica do mercado externo. Sua adoção permite averiguar como preços mais sensíveis ao dólar reagem à política de juros, satisfazendo o *objetivo específico (2)* do estudo.

Enfim, a política pública de juros corresponde aos ajustes realizados pelo BCB sobre a SELIC. No entanto, a série histórica da taxa básica de juros, originalmente, apresenta uma tendência histórica, implicando problemas de autocorrelação que enviesariam a análise. Para lidar com este problema, empregou-se o tratamento da primeira diferença, mediante o qual o valor de cada mês é subtraído pelo valor do mês anterior, removendo a tendência. Portanto, na prática, a variável de juros deve ser interpretada como o quanto a SELIC se alterou em relação ao mês anterior. Logo, como o comitê responsável por ajustar a política não se reúne todo mês, o valor é nulo quando não houver variação entre um período e outro.

A pesquisa mobiliza dados dentro do recorte temporal de junho de 1999 a dezembro de 2019, analisando, portanto, mais de vinte anos da política pública de juros. O intervalo histórico justifica-se pelo fato de junho de 1999 ser o mês em que se implementou o RMI. Mas a rigor, a interpretação dos resultados só se aplica a agosto de 1999 em diante por razões que serão melhor explicadas no capítulo 4.

Para operacionalizar o teste de hipóteses (H_1, H_2), este trabalho opta por uma análise quantitativa de séries temporais, a partir de modelos de Vetores Autorregressivos (VAR)

simples. Considerando que a pesquisa possui um recorte temporal sem variação espacial, a estratégia de análise se deu por uma abordagem autorregressiva: analisando como os valores correntes de uma variável são, em média, condicionados por seus valores prévios (GUJARATI e PORTER, 2011). Não obstante, como se está trabalhando com duas variáveis em vez de apenas uma, o trabalho não se limita a uma modelagem autorregressiva pura, optando-se por uma de suas variantes: a modelagem VAR simples. A partir desta ferramenta, é possível identificar como a taxa de inflação é condicionada não apenas por sua própria história (efeito autorregressivo), mas também aos valores pretéritos de mudança na SELIC (efeito vetorial). Vale ainda ressaltar a limitação dessa técnica: tal modelagem não distingue uma direção de causalidade entre as séries históricas, devido ao seu caráter endógeno. Em outras palavras, os modelos estimados apenas captam o efeito mútuo de variação entre elas, alinhando-se à teoria de Hood (1983).

1.5 Relevância

Particularmente na Ciência Política, ainda são escassos estudos que apresentam o comportamento da taxa de juros como instrumento de execução de uma política pública de controle inflacionário. O RMI por si só não atraiu significativamente a atenção dos cientistas políticos (MUKHERJEE e SINGER, 2009), e o mesmo poderia se dizer dos instrumentos de execução sob seu comando, como é o caso do ajuste periódico de juros tendo em vista o controle do nível geral de preços. Pelo contrário, a atenção desses profissionais tem se voltado em torno da “independência do banco central e de taxas de câmbio fixo enquanto estratégias para manter a estabilidade de preços”¹³ (*Ibid.*, 323).

Nesse aspecto, o presente trabalho busca contribuir, na literatura empírica da Ciência Política, notadamente em sua subárea de políticas públicas, para a compreensão do instrumento de juros de curto prazo em matéria de sua consistência. Contrapor essa ferramenta, em posse do Banco Central, aos seus correspondentes objetivos também realça a necessidade de tratar políticas econômicas como qualquer outra forma de intervenção do governo: passíveis de serem submetidas ao crivo da empiria e, portanto, reforçando a importância de políticas públicas baseadas em evidências. Circunscrever o problema da ferramenta de juros dentro da área também é importante para uma maior inserção da Ciência Política em temas de grande

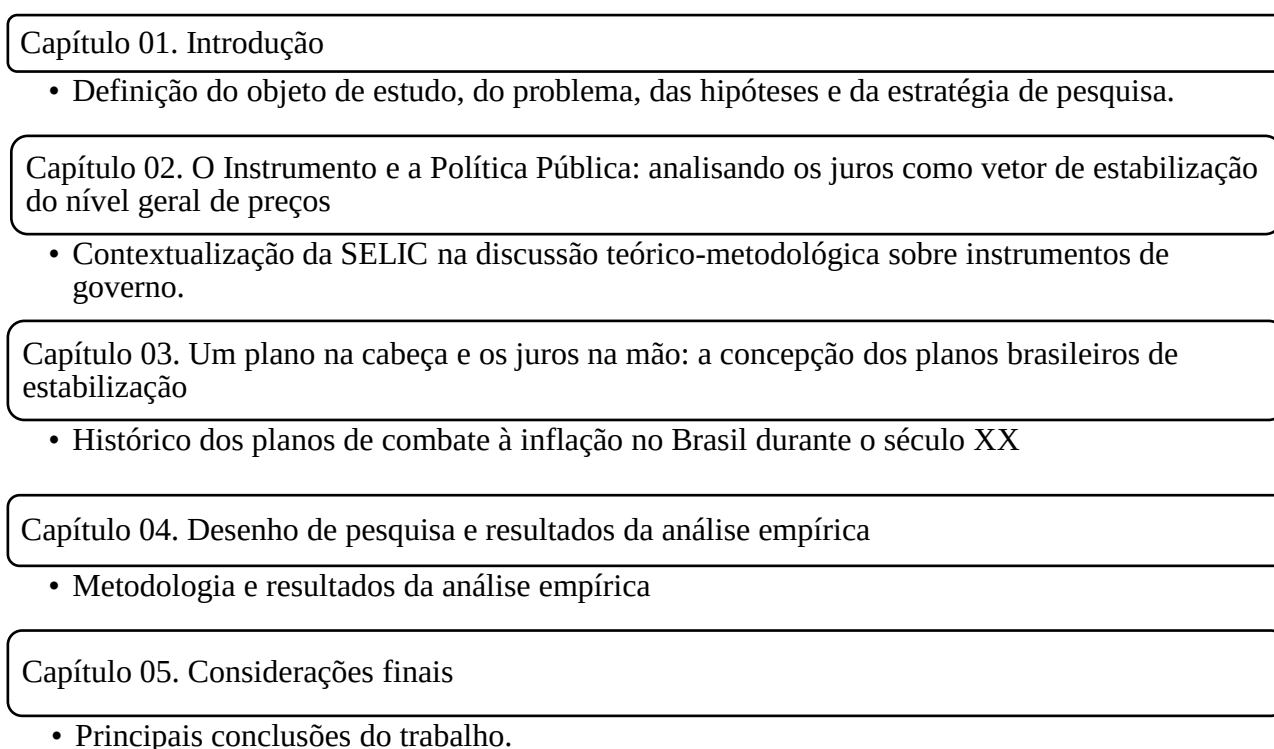
¹³ O trecho foi retirado da seguinte passagem “*The emergence of IT has been almost completely ignored by political scientists, who instead have focused exclusively on central bank independence and fixed exchange rates as strategies for maintaining price stability*”.

relevância não só para o cotidiano brasileiro, mas sobretudo para pensar o desenvolvimento do país, incentivando a sua entrada em um debate público dominado por outros profissionais.

O presente trabalho se encontra dividido em cinco partes, incluindo esta introdução. Na segunda seção, apresenta-se um panorama teórico-metodológico sobre políticas públicas, a partir do qual se discutem alternativas de análise da taxa de juros enquanto instrumento de governo. Em seguida, faz-se um apanhado histórico dos principais planos de estabilização da inflação no século XX, dando destaque ao papel da política de juros em cada um. No quarto capítulo, a metodologia e os resultados dos modelos VAR são apresentados e discutidos. Por fim, o manuscrito conclui sintetizando seus principais achados à luz da hipótese de pesquisa e das teorias trabalhadas.

A figura a seguir ilustra essa estrutura:

Figura 1.1 Estrutura do trabalho



Fonte: elaboração própria.

2 O INSTRUMENTO E A POLÍTICA PÚBLICA: ANALISANDO OS JUROS COMO VETOR DE ESTABILIZAÇÃO DO NÍVEL GERAL DE PREÇOS

Ao analisar instrumentos de política pública, o pesquisador se encontra diante de diversas abordagens teórico-metodológicas concorrentes. Dada esta realidade, urge costurar abaixo algumas considerações a respeito e, em seguida, reafirmar a estratégia de estudo selecionada para analisar a política de juros brasileira. Nem todas as opções discutidas adiante são imediatamente pertinentes para o propósito deste trabalho, pois se vinculam a problemas de pesquisa distintos. No entanto, contrastá-las entre si permite elaborar um breve panorama sobre o que tem motivado analistas da área, destacando limites, vantagens e desvantagens de suas perspectivas, tendo em vista o objeto de investigação.

2.1 Pensando a “caixa de ferramentas” do Estado

Na década de 1950, Tinbergen consagrou uma discussão clássica, ainda que embrionária, sobre instrumentos de políticas públicas. Desde a década de 1930, já se podia identificar um acúmulo incipiente de teorias dessa natureza (MARQUES, 2013), mas em seu trabalho seminal, Tinbergen (1956) assumiu o empreendimento de abordar o assunto sob um viés “sistemático” que, em sua avaliação, ainda não era recorrente. Sua estratégia previa, antes de qualquer coisa, tornar claros quais são os respectivos meios e fins de cada intervenção estatal para então conduzir as respectivas análises. Com “meios”, o autor se refere aos instrumentos governamentais, designados para operacionalizar uma política pública e que, portanto, estão sob controle de determinadas autoridades estatais.

A esse respeito, as ferramentas podem ser classificadas em três categorias: reformas, políticas qualitativas e políticas quantitativas. A primeira corresponde a meios empregados para transformar as bases mais fundamentais da organização social, como a constituição política, cujos ajustes são raros e *ad hoc*. Logo, podem ter implicações para o sistema político e as liberdades civis, por exemplo. Em seu turno, a segunda concerne a mudanças estruturais em um nível intermediário, mas que também são pouco frequentes e duráveis. A título de ilustração, pode-se mencionar a definição do número de impostos (TINBERGEN, 1956, p.7). Já as políticas quantitativas se referem a instrumentos cujos parâmetros e valores são ajustados constantemente pelos atores incumbidos de executá-los, como é o caso da própria taxa básica de juros, sob jurisdição do Banco Central do Brasil.

Tinbergen sugere que tais elementos sejam rigorosamente analisados, empregando modelos que possam sistematizar a relação entre as possíveis variáveis¹⁴, sempre que isso for viável. Por um lado, isso pode se dar sob um viés procedimental, descrevendo todos os passos da formulação ou implementação de uma política pública: partindo da identificação do estado atual das coisas, elaborando cenários prospectivos, a partir dos dados disponíveis, e baseando a tomada de decisão em evidências. Neste ponto, é importante destacar que a sua caracterização do processo de *policy-making* pressupõe um forte senso de racionalidade por parte dos tomadores de decisão, o que não é aplicável em várias circunstâncias dado o elevado custo de proceder desta maneira. Além disso, Tinbergen considera as preferências ideológicas e políticas como dadas, o que constitui outro ponto de controvérsia na literatura, como se verá adiante.

Seu trabalho também enfatiza a análise de consistência de uma política pública. Tendo explicitado os objetivos de uma intervenção estatal, outra dimensão importante da abordagem de Tinbergen é verificar se há compatibilidade entre meios e fins. Na sua avaliação, a ausência de consistência dessa natureza pode decorrer de uma desarticulação entre causa e efeito e pode ser definida como situações em que as ferramentas de governo não demonstram a relação com um dado objetivo, ou atrapalha outros objetivos adjacentes. Vale frisar que essa discussão está longe de ser anacrônica. É de interesse público, acadêmico e político compreender a consistência de um programa de ação do governo na medida em que se pode garantir transparência para a população, acumular conhecimento empírico a seu respeito e facilitar que o Estado consiga alcançar seus objetivos concretamente e rever instrumentos inadequados em certas circunstâncias.

Passado um período importante de avanço da literatura nas ciências sociais a respeito de políticas públicas, o cientista político Hood publica seu famoso livro “*The tools of government*” (1983), dedicando-se igualmente ao estudo sistemático de instrumentos governamentais, mas tendo em vista outros propósitos. Durante todo o seu trabalho, este autor deriva sua linha de raciocínio a partir de uma questão mais ampla da Ciência Política: “Bem, o que um governo faz exatamente?”¹⁵ (*Ibid.*, p.1).

Para esse analista, a miríade de alternativas com que se pode responder essa pergunta pode ser agrupada em três linhas distintas. Primeiramente, é possível analisar as ações de um governo descrevendo toda a cadeia de tomadas de decisões protagonizada pelos burocratas a

¹⁴ Isto é, entre as “variáveis instrumentais” (relativas a ajustes na política pública quantitativa e, portanto, cuja variação depende das decisões dentro do Estado) e as “variáveis-alvo” (concernentes a certos aspectos da realidade sobre as quais o governo deseja intervir, induzindo sua variação).

¹⁵ “*Well, what does government do, exactly?*”

quem compete a devida autoridade. A partir dessa estratégia, tem-se acesso aos conflitos entre tomadores de decisão, aos bastidores da política, aos documentos oficiais e daí em diante. A título de ilustração, Mccubbins, Noll e Weingast (1989) se vinculam a essa modalidade ao analisar como lideranças políticas articulavam coalizões para influenciar *ex ante* as agências de regulação da poluição do ar nos Estados Unidos, dando-se ênfase aos conflitos de preferências entre legisladores e à tentativa constante de modelar as instituições conforme o contexto.

Por sua vez, outra maneira de caracterizar como o governo age seria mediante o estudo da agenda do governo. A agenda institucional se constitui daqueles temas considerados relevantes o suficiente, em um dado momento, para mobilizar os burocratas a decidirem sobre determinadas questões, em detrimento de outras. Esse momento é comumente mencionado como a segunda etapa na formulação de políticas públicas, conformando o nexo entre a identificação de um problema e a formulação efetiva de alternativas de intervenção pública sobre a sociedade (ou seja, da escolha de instrumentos). Tal definição pode ser encontrada em manuais de políticas públicas, na área de Ciência Política, como é o caso de Secchi (2013).

Finalmente, o tipo de resposta a que Hood se dedica é a análise dos instrumentos de políticas públicas à disposição do governo. Tal abordagem caracteriza o Estado como “uma caixa de ferramentas administrativas¹⁶” (HOOD, 1983, p.2), que constituem a interface mediante a qual o governo efetivamente se relaciona com a sociedade em seus diversos níveis de atuação. A análise de tais instrumentos se destaca como um modo de fazer Ciência Política, na medida em que se compromete a entender o que o governo faz.

Mais especificamente, Hood se propõe a reduzir a grande variedade de instrumentos de Estado a um conjunto limitado de categorias amplas e de propriedades fundamentais. Assim procedendo, a formulação de políticas públicas perde, em alguma medida, a aparência de ineditismo ou de fenômeno *ad hoc*, uma vez que qualquer ferramenta empregada pelo poder público pode ser descrita como uma combinação daquelas categorias e propriedades mais básicas. A saber, divide os instrumentos em dois grandes grupos: 1) detectores, a partir dos quais o governo se informa sobre as condições sociais em um dado momento e 2) efetores, mediante o qual o Estado busca estruturar a ação coletiva em favor de um determinado fim.

Por sua vez, essas categorias amplas se manifestam a partir da utilização da combinação de quatro propriedades inerentes à máquina pública: nodalidade, autoridade, tesouro e organização. A primeira se define pela capacidade do Estado em tangenciar as redes de sociabilidade, o que, por sua vez, permite reter informação, processá-la e/ou disponibilizá-la ao

¹⁶ Trecho extraído da seguinte passagem: “*We can imagine government as a set of administrative tools [...]*”.

público interessado. Em seguida, autoridade constitui o caráter legal das ações do governo, como ordens e outros símbolos públicos cujo reconhecimento e credibilidade podem se traduzir em reação obediente por parte da população. Em seu turno, a propriedade de tesouro indica a indução de comportamento ou a obtenção de informação via recursos financeiros ou outras modalidades de transação. Finalmente, organização é descrita como a capacidade do Estado em atuar mediante seus funcionários e equipamentos próprios para obter um resultado direto. Cada uma dessas propriedades pode se combinar entre si, com as categorias efector e detector, além de serem aplicadas em escalas distintas (individual, intermediária e geral).

O cientista político sugere que tal estratégia facilita a 1) comparabilidade temporal e espacial de padrões de instrumentos governamentais, a sua 2) contextualização e a 3) análise de sua qualidade. Em síntese, as categorias de Hood são constantemente discutidas a partir da relação entre ferramentas de governo e os problemas que se propõem a resolver, tendo em vista circunstâncias e dilemas recorrentes. Seu trabalho não se interessa diretamente pelos meandros dos processos políticos que favoreçam a escolha de certos instrumentos em detrimento de outros. Ainda que pressuponha que certas intervenções possam mais convenientes politicamente em determinadas situações, o foco do autor recai especialmente sobre a categorização das técnicas de Estado em virtude dos problemas aos quais são direcionados. Essa caracterização não é um fim em si mesmo, dado que o autor traz exemplos históricos que delineiam os limites e as vantagens de certas ferramentas. Além disso, seu trabalho também dá margem para pautar a viabilidade e efetividade nas ações do governo: “Um instrumento pode ser considerado bom se dá conta do trabalho que lhe é exigido”¹⁷ (*Ibid*, p. 132).

Vinte anos após publicar seu livro, no entanto, Hood (2007) questiona se sua abordagem ainda permanece pertinente a despeito dos avanços acadêmicos na área e da mudança nos padrões tecnológicos e de ação do Estado. Por um lado, sustenta o mérito de sua teoria sob o argumento de que os padrões de governança se alteram pelas milhares de combinações possíveis entre suas categorias mais amplas, e não por mudanças na essência dos instrumentos. Assim, as mudanças tecnológicas consolidadas nas últimas décadas, embora capazes de mudar a substância material das técnicas empregadas pelo poder público, não põem em xeque o esforço analítico de desmontá-las em suas propriedades basilares.

Por outro lado, Hood identifica uma mudança de tendência na análise de ferramentas do governo. Sua abordagem, ancorada em categorias gerais, vem perdendo espaço na agenda de pesquisa para uma estratégia que o autor denomina de política da instrumentalidade (*politics-*

¹⁷ “A tool can be said to be good if it does the job required of it”.

of-instrumentality). Para o autor, estudos de conotação generalista costumam tomar os instrumentos como variável independente, isto é, para efeitos analíticos, considera-se que as ferramentas detêm algum nível de exogeneidade por serem aplicadas pelo governo sobre o corpo social, o qual, por sua vez, reage a esse estímulo. Em seu turno, sob a estratégia da política da instrumentalidade, vem-se popularizando o raciocínio de tomar as ferramentas de Estado como variável dependente, estando passíveis de serem explicadas pelos processos políticos e por outros elementos sociais e culturais. Em especial, o momento de seleção de instrumentos de políticas públicas assume prevalência e se caracteriza como uma arena de disputa povoada por representantes políticos, grupos de interesse e comunidades de especialistas interessados na adoção de determinadas ações por parte do governo. No que diz respeito à estabilização de preços, por exemplo, Mukherjee e Singer (2008) analisam a probabilidade de um país adotar um RMI com base no papel de regulação assumido ou não pelo banco central e o alinhamento ideológico do governo.

Marques (2013) também identifica uma tendência análoga no campo de políticas públicas de um modo abrangente. Em sua contextualização dessa área, os responsáveis pelos primeiros estudos da área centravam-se no papel desempenhado pela racionalidade durante o processo de tomada de decisão nas ações do governo, tendo em vista a resolução de problemas. Aqui, a ênfase recaía sobre o caráter independente do comportamento do Estado, enquanto seu caráter endógeno era reservado apenas para os *inputs*, isto é, para as demandas sociais que chegam à esfera pública, indicando quais problemas podem ser objeto de intervenção pública (ver, por exemplo, EASTON, 1957).

Em estudos posteriores, o papel da racionalidade é flexibilizado. Inicialmente com Herbert Simon, a capacidade de otimização dos administradores privados ou públicos é questionada, pois o exercício decisório se dá sob restrições informacionais, psicológicas e organizacionais (cf. MARQUES, 2013). Seu entendimento consagrou o conceito de racionalidade limitada: embora os decisores se comportem racionalmente, não dispõem de recursos e tempo suficientes para ponderar sobre todos os cursos alternativos de ação, portanto, para otimizar os resultados. Essa percepção também se reflete no trabalho clássico de Lindbloom (1959), que caracteriza o processo de tomada de decisão como incremental em função dessas limitações. Ou seja, dadas as restrições informacionais, cognitivas e temporais, as deliberações dos burocratas e dos formuladores de políticas públicas não costumam se desviar consideravelmente de decisões tomadas anteriormente sobre um mesmo assunto.

Finalmente, Marques (2013) observa que, especialmente a partir da década de 1970, o estudo de políticas públicas deu outra guinada. Tal mudança correspondeu gradualmente à

incorporação das instituições, da dinâmica de formação da agenda e das visões de mundo dos atores envolvidos no processo político, movimento similar ao que se processou na subárea de instrumentos governamentais.

O artigo de Bressers e O'Toole (1998) constituem um exemplo relevante da estratégia de pesquisa focada nas políticas da instrumentalidade. Os autores criticam a tentativa de relacionar instrumentos de governo à resolução de problemas, classificando-a como uma abordagem tecnocrática e argumentando que isso não diz respeito à Ciência Política¹⁸. Além disso, reforçam que o processo de aprendizagem na máquina pública não responde suficientemente pelos processos de mudança nas políticas públicas, o que os leva a questionar a racionalidade na escolha de ferramentas do governo que, para ambos, não costuma ser feita a partir de parâmetros de implementação e efetividade.

Alternativamente, os autores se propõem a conectar duas abordagens nesse campo de pesquisa que se desenvolveram separadamente, conservando autonomia relativa. Os autores se referem ao estudo de instrumentos governamentais e ao de redes de política pública. Segundo os pesquisadores, tais redes constituem a relação entre um órgão ou liderança do governo responsável por determinadas ferramentas e o grupo de indivíduos que estão imediata ou diretamente sujeitos a certas intervenções do Estado. Bressers e O'Toole afirmam que tanto a escolha, quanto a implementação de ferramentas de governo são significativamente explicadas por como se configuram as redes. Para identificar esses padrões, propõem uma tipologia baseada em dois princípios: a intensidade de coesão e da interconectividade das redes. A primeira propriedade se refere ao nível de concordância de valores entre governo e grupos diretamente afetados. Já a segunda corresponde à frequência e à força da interação entre as duas partes.

No entanto, tal abordagem não prescinde necessariamente da análise da compatibilidade entre instrumentos e seus objetivos. Se o processo de escolha de ferramentas se baseia em táticas de convencimento, janelas de oportunidade, articulações políticas etc., não é menos importante analisar por que certas intervenções são consideradas mais eficazes ao contrário de outras (HOOD, 2002), o que requer, também, investigar seus efeitos. Estes também revelam algo sobre a natureza do instrumento, que Woodside (1986, p. 792) considera importante mesmo para os pesquisadores que adotam a perspectiva do processo político: “[...] A literatura de instrumentos

¹⁸ No entanto, essa é uma posição controversa. Se políticas públicas constituem o protagonismo do Estado em influenciar o comportamento social, estudar seu desempenho também é fazer Ciência Política.

de políticas públicas desempenha um papel útil em focar nossa atenção na natureza abrangente da intervenção governamental sobre a economia e a sociedade [...]”¹⁹.

Além dessa guinada pós-instrumentalista, Peters (2000) argumenta que os instrumentos de políticas públicas tendem a ser pensados sob quatro abordagens amplas que merecem destaque. Primeiramente, o autor designa o termo instrumentalista para caracterizar o viés de alguns analistas e grupos em se apegar a alguma ferramenta de política pública como resolução de diversos problemas, seja por razões técnicas ou ideológicas. Hood (2002, p. 136) cita, como exemplo, alguns economistas que defendem sistemas de preços para resolver toda sorte de problemas públicos, independentemente de sua pertinência. Já a abordagem procedimentalista enfatiza os processos de *policy-making* ou de implementação da política. Em terceiro lugar, a vertente contingencialista se cerca de desenvolver correspondências entre políticas públicas e os respectivos instrumentos para efetivá-las, levando seus adeptos a inferir que certas ferramentas são mais adequadas para determinadas categorias de política pública. Finalmente, os constitutivistas tomam a definição do problema público e a formulação de instrumentos como um momento único, dando ênfase à construção de narrativas pelos diversos atores sociais envolvidos.

Não obstante, Peters (2000) propõe uma estratégia para o estudo da caixa de ferramentas do Estado. Segundo o autor, existem três perguntas que podem ser feitas a seu respeito: 1) sobre sua efetividade e eficácia; 2) sobre sua visibilidade, coercitividade e receptividade por parte da opinião pública; e 3) sobre sua adequabilidade do ponto de vista normativo²⁰. No entanto, essas questões vêm sendo investigadas sem considerar as implicações de técnicas alternativas de administração pública, as quais são objeto de outro campo de pesquisa que vem sendo mantido separado. Procedimentos administrativos se definem como estruturas internas ao Estado que estabelecem mecanismos de controle, transparência e articulação dos burocratas na formulação e implementação de políticas públicas.

Para Peters, tanto a natureza dos instrumentos governamentais empregados, quanto o tipo de procedimento administrativo subjacente podem ser considerados simultaneamente para explicar a efetividade e eficácia na resolução de um problema. Vincular essas literaturas também habilita detectar possíveis conflitos entre ferramentas e técnicas administrativas em

¹⁹ “[...] the policy instruments literature plays an useful role in focussing our attention on the broad nature of government intervention in the economy and society [...]”

²⁰ À primeira vista, essas últimas se confundem com os julgamentos sobre efetividade e eficácia. Mas *stritco sensu*, julgamentos normativos carregam um caráter moral distinto. Por exemplo: os parâmetros definidos por Rawls (2008) para classificar as instituições políticas de uma sociedade como justas ou injustas, com base no bem estar dos mais desfavorecidos e na garantia de direitos civis e políticos a toda a comunidade.

matéria de visibilidade e julgamento moral das ações do Estado. Por exemplo, processos administrativos que visam a transparência entram em contradição com instrumentos que exigem pouca visibilidade diante da opinião pública. Do mesmo modo, um instrumento que visa maior equidade pode tensionar com modelos administrativos mais centrados na eficiência.

Tendo apresentado todas essas abordagens, vale mencionar que algumas não são necessariamente excludentes entre si, mas podem se sobrepor em alguma medida (HOOD, 2002). O que se depreende, com maior segurança, é que a adoção de uma estratégia, a despeito de outras, depende dos temas que despertam a curiosidade do pesquisador e como este deseja problematizá-los. É a partir daí que o analista conceitualiza seu objeto, aproximando-se de abordagens que julgar pertinentes e úteis para o tipo de pergunta que posteriormente se quer responder (SCHIMITTER, 2008).

Um resumo dos principais autores mencionados e suas contribuições encontra-se no quadro 2.1. Primeiramente, Tinbergen (1956) atribui centralidade para a consistência entre instrumentos utilizados pelo Estado e seus respectivos objetivos sem comprometer metas adjacentes. Por sua vez, Easton (1957) busca entender as políticas públicas como resultado de uma relação sistêmica, que compreende a entrada de demandas sociais no sistema político (*inputs*) e sua conversão em políticas públicas (*outputs*). Já Lindbloom (1959) contribui destacando que os formuladores e executores de políticas públicas não costumam tomar decisões muito díspares daquelas tomadas convencionalmente, dado o custo proibitivo de decisões perfeitamente racionais. Hood (1983) considera necessário estabelecer uma tipologia desagregada de instrumentos governamentais, dando ênfase às suas combinações e relações com os problemas que se pretendem enfrentar. Bressers e O'Toole (1998) reforçam que a escolha e execução de ferramentas de Estado não se dão no vácuo: são influenciadas por redes sociais entre burocratas e o grupo afetado imediatamente pela política pública. Por fim, Peters (2000) revela que o desempenho de um instrumento mantém relação íntima com técnicas administrativas vigentes para executá-lo.

Quadro 2.1 Teorias de políticas públicas e a posição que os instrumentos ocupam

Autor (ano)	Contribuição	Ciclo Político-Administrativo das Políticas Públicas
Tinbergen (1956)	Compatibilidade entre instrumentos e objetivos	Formulação de alternativas, tomada de decisão e avaliação
Easton (1957)	Análise de sistemas políticos	Formação da agenda, formulação de alternativas, tomada de decisão, implementação
Lindbloom (1959)	Decisões incrementais	Tomada de decisão, implementação
Hood (1983)	Tipologia minimalista e avaliação de instrumentos	Formulação de alternativas, implementação, avaliação
Bressers e O'Toole (1998)	Relação entre redes de políticas públicas e escolha de instrumentos	Formulação de alternativas e tomada de decisão
Peters (2000)	Relação entre técnicas administrativas e instrumentos	Implementação

Fonte: elaboração própria.

2.2 A abordagem Tinbergen-Hood

Apesar da tipologia de Hood ser a maior contribuição de seu trabalho, o politólogo também deu margem para refletir sobre a qualidade de instrumentos de políticas públicas. Curiosamente, nesse ponto, o autor também se aproxima da contribuição de Tinbergen, que estava fundamentalmente preocupado com a consistência de intervenções do governo. Tendo em vista essa proximidade, vale a pena estabelecer uma síntese entre os dois pesquisadores e apontar suas implicações teórico-metodológicas.

A outra chave de reflexão de Hood diz respeito ao desempenho de um instrumento de política pública. Hood é corretamente cético sobre escolhas perfeitamente racionais dos instrumentos, pois o número de combinação entre ferramentas é imenso e sua deliberação é atravessada por embates políticos²¹. Por outro lado, o autor não desencoraja a tarefa de avaliá-los, elencando quatro critérios possíveis para julgá-los. O primeiro refere-se ao quão racional foi a escolha de um instrumento, em termos de considerar alternativas concorrentes e selecionar aquela que, supostamente, teria a maior possibilidade de sucesso. O segundo corresponde à adequação do instrumento aos seus objetivos sob determinadas circunstâncias de sua execução.

²¹ Que podem se tornar ainda mais calorosos em sociedades democráticas e pluralistas.

Em terceiro lugar, destaca o princípio de não violação de certos padrões éticos como justiça e equidade. E, por último, pode-se julgar um instrumento pela sustentabilidade no uso de recursos do governo. Cada um desses parâmetros, naturalmente, pode desabrochar em um desenho de pesquisa distinto dos demais, se for desenvolvido em detalhes.

Particularmente, no segundo critério, Hood e Tinbergen dialogam, dado que este depositou considerável ênfase na compatibilidade entre ferramentas e objetivos. Nas palavras de Hood (1983, p.133): “A ferramenta deve dar conta do trabalho” e “o governo deve entender as circunstâncias que favorecem cada um dos instrumentos disponíveis”²². Já para Tinbergen: “Política econômica consiste na manipulação deliberada de um certo número de meios de modo a alcançar certos objetivos”²³ (1956, p. 26) e sua análise pode “ajudar a julgar a consistência dos objetivos considerados, e dos objetivos e meios combinados”²⁴ (1956, p. 9). Assim como o outro autor, Tinbergen (1956, p. 8) não desconsidera o contexto de aplicação do instrumento: “A fixação de qualquer uma das variáveis instrumentais, a um certo nível, deve ser baseada no conjunto completo de alvos”²⁵. Mas a contribuição maior desse é em modelagem estatística de políticas públicas, o que pode ser insensível a certas contingências históricas, dada a sua natureza de encontrar padrões gerais no comportamento dos dados.

Outras categorias de Tinbergen e Hood também ajudam a identificar uma estrutura de análise empírica. Segundo a abordagem do primeiro: o instrumento da SELIC facilmente se encaixa na classe de política quantitativa, isto é, como uma ferramenta ajustada frequentemente pelo Estado (variável instrumental) em função de um dado objetivo (variável-alvo). O segundo, por sua vez, traz o conceito de escalabilidade, aludindo à amplitude com que “um instrumento pode variar em intensidade”²⁶ (HOOD, 1983, p. 146). Conforme argumenta, o governo pode preferir ferramentas com esta propriedade quando deseja fazer uso moderado da burocracia, na medida em que pode dosar a aplicação do instrumento em diversos graus conforme a conveniência. Esse costuma ser o caso para intervenções da categoria tesouro, da qual a SELIC faz parte em combinação com o instrumento de autoridade.

Por outro lado, Tinbergen não elabora sobre o caráter endógeno de políticas públicas dentro dos parâmetros contemporâneos deste debate. Sims (2011) é enfático em afirmar, por

²² “The tool should be matched the job [...] government needs to understand the circumstances which favour each of the instruments available”.

²³ “[...] economic policy consists of the deliberate manipulation of a number of means in order to attain certain aims”.

²⁴ “[...] it can (a) help to judge the consistency of the aims assumed, and of the aims and means as a combination”.

²⁵ “[...] the fixation of any one of the instrument variables at a certain level should be based on the complete set of targets”.

²⁶ “[...] refers to the degree to which an instrument can be varied in its intensity”.

exemplo, que um erro cometido por analistas anteriores de política pública monetária foi desconsiderar o próprio comportamento da intervenção pública nos modelos estatísticos. Os pesquisadores pressupunham que a variável do instrumento de política pública era exógena, no mesmo sentido que os efeitos do clima sobre o comportamento social. Uma maneira de aliviar esse problema é tratar a inflação e a política de juros como interdependentes, pois é admissível afirmar que as próprias decisões sobre a SELIC são influenciadas pelo nível de preços. Convenientemente, a teoria de Hood (1983) pode compensar esse detalhe. No seu modelo, o governo mobiliza instrumentos de detecção para coletar informações da sociedade e instrumentos efetores para exercer influência sobre o comportamento coletivo com base no conhecimento adquirido. Há, portanto, um *feedback* constante entre esses dois tipos de ferramenta.

Assim, é possível vislumbrar uma abordagem sintética das teorias de Tinbergen e Hood, dada a sua compatibilidade e complementação mútua. Como demonstrado, ambos são sensíveis à relação entre instrumentos e objetivos, ainda que o primeiro lhe dê maior ênfase através do conceito de consistência. Por outro lado, o trabalho de Hood sistematiza explicitamente a relação de interdependência entre instrumentos detectores e efetores, não atribuindo a estes últimos um caráter puramente exógeno, como se as decisões do governo, por si mesmas, não estivessem enraizadas no comportamento social.

2.3 Contextualizando o instrumento de juros na literatura de políticas públicas

Tendo descrito as tendências de análise da “caixa de ferramentas” do Estado, urge justificar a aderência a uma delas a despeito das demais. Isso requer inicialmente o exercício de descrever brevemente o principal instrumento empregado pelo Banco Central do Brasil (BCB) para conduzir sua intervenção de estabilização de preços e destacar que perguntas podem ser feitas para problematizá-lo segundo algumas das propostas apresentadas anteriormente.

Apesar do presidente e dos diretores do BCB se reunirem, periodicamente, para definir qual deve ser a taxa básica de juros de curto prazo, tal decisão não se materializa imediatamente. Nesse primeiro momento, o que se estabelece é uma meta de juros a ser alcançada mediante um conjunto de operações mais desagregadas, nomeadamente: a venda e compra de títulos públicos pelo BCB. Para aumentar a taxa básica de juros efetiva, na prática, a instituição disponibiliza mais títulos aos bancos comerciais no mercado financeiro (CARVALHO, et al., 2012)²⁷.

²⁷ Caso o BCB deseje reduzir a SELIC, realiza-se a operação oposta: compram-se títulos dos bancos comerciais.

Havendo, a partir daí, uma oferta de títulos maior que a procura, o preço desses papéis cai, e sua remuneração (os juros) aumenta em termos relativos. Como os papéis adquiridos pelos bancos comuns são posteriormente trocados entre si à taxa de remuneração estabelecida pelo BCB, esses juros mais caros são repassados às empresas e à população em geral que, eventualmente, venham a solicitar crédito. Finalmente, sob juros comerciais mais altos, espera-se que haja queda no consumo, concomitante a uma queda nos preços.

Pela perspectiva apresentada por Bressers e O'Toole (1998), a questão que um pesquisador deveria levantar diante disso é: por que um instrumento com essas características foi escolhido a partir das redes de interação Estado-sociedade? Um desenho de estudo dessa natureza poderia questionar qual a intensidade de interação e o compartilhamento de valores entre o BCB e os grupos aos quais sua política pública de estabilização de preços é direcionada imediatamente. Embora o controle da inflação seja um bem compartilhado à sociedade por inteiro, Bressers e O'Toole estão preocupados em identificar os grupos mais essenciais para a operacionalização da política: neste caso, os próprios dirigentes do mercado financeiro. Tal qual um ministério do meio ambiente precisaria articular-se com o principal segmento emissor de carbono, para implementar uma intervenção de redução do CO_2 na atmosfera, a mesma lógica valeria para a relação entre BCB e as demais instituições financeiras, com vistas a implementar um programa de metas de inflação, tendo a taxa SELIC como pedra angular. Esse quadro analítico pode ser promissor, mas diz pouco sobre a matéria de interesse deste trabalho: a saber, o desempenho do instrumento vis-à-vis seus objetivos.

Já Peters (2000) recomendaria estudar a relação entre o instrumento adotado pelo BCB e seu arranjo administrativo adjacente. Por exemplo, os aspectos administrativos do RMI e da estrutura do Banco Central seriam considerados de suma importância para estudar o desempenho da taxa SELIC enquanto ferramenta de estabilização de preços. Entre os elementos administrativos, poderiam ser destacados: o critério de escolha do presidente e dos diretores do BCB, a transparência nas tomadas de decisão destes, os procedimentos de definição de metas inflacionárias e da prestação de contas (caso não sejam cumpridas) etc. Uma possível limitação desse enfoque é que a variabilidade administrativa do BCB pode ter sido quase constante desde a adoção do RMI em 1999. A menos que o estudo adotasse uma variabilidade espacial (incluindo outros países), o trabalho talvez redundasse em uma narrativa descritiva sobre como funciona a administração subjacente ao instrumento, o que também não é interessante para o que se propõe aqui.

No que se refere à perspectiva analítica de Hood (1983), o primeiro passo seria utilizar sua tipologia para caracterizar o instrumento de juros de curto prazo. Em seu caráter de efector

– com vias a intervir sobre a sociedade – pode-se dizer que essa ferramenta combina duas capacidades do Estado: símbolos de autoridade e tesouro. O primeiro corresponde ao caráter de credibilidade e institucionalidade dos títulos públicos: estes têm importância para o comportamento social, primeiramente, porque a população não os reconhece como meros papéis ordinários, mas sim como títulos diferenciados dos quais podem auferir uma remuneração futura proporcionada com baixo risco. No entanto, essa propriedade guarda em si uma vulnerabilidade, pois a credibilidade desses símbolos de autoridade depende da confiança que a população deposita nas instituições políticas. É sabido que esses papéis são também utilizados para financiar a dívida pública, mas se o Estado não inspirar confiança de que é capaz de honrar minimamente seus compromissos, então esses títulos perdem sua autoridade, tornando-se indiferenciados de qualquer outra letra. Sob essa circunstância extrema, a compra e venda desses itens pelo BCB não faria sentido em primeiro lugar.

Por sua vez, a propriedade de tesouro intrínseca ao instrumento da SELIC refere-se à indução do comportamento mediante compra e venda dos papéis da dívida pública. Como mencionado anteriormente, o BCB não define a taxa básica de juros por decreto, mas consegue atingi-la ao comprar ou vender títulos federais no mercado interbancário. Nesse sentido, os bancos mudam seu comportamento não porque são obrigados a isso, mas porque mudam sua estratégia de obter lucro em resposta a estímulos financeiros executados pelo governo. Finalmente, as pessoas físicas e jurídicas não pedem mais ou menos crédito aos bancos por serem coagidas a tal, mas porque a taxa de juros está mais ou menos tolerável (respectivamente).

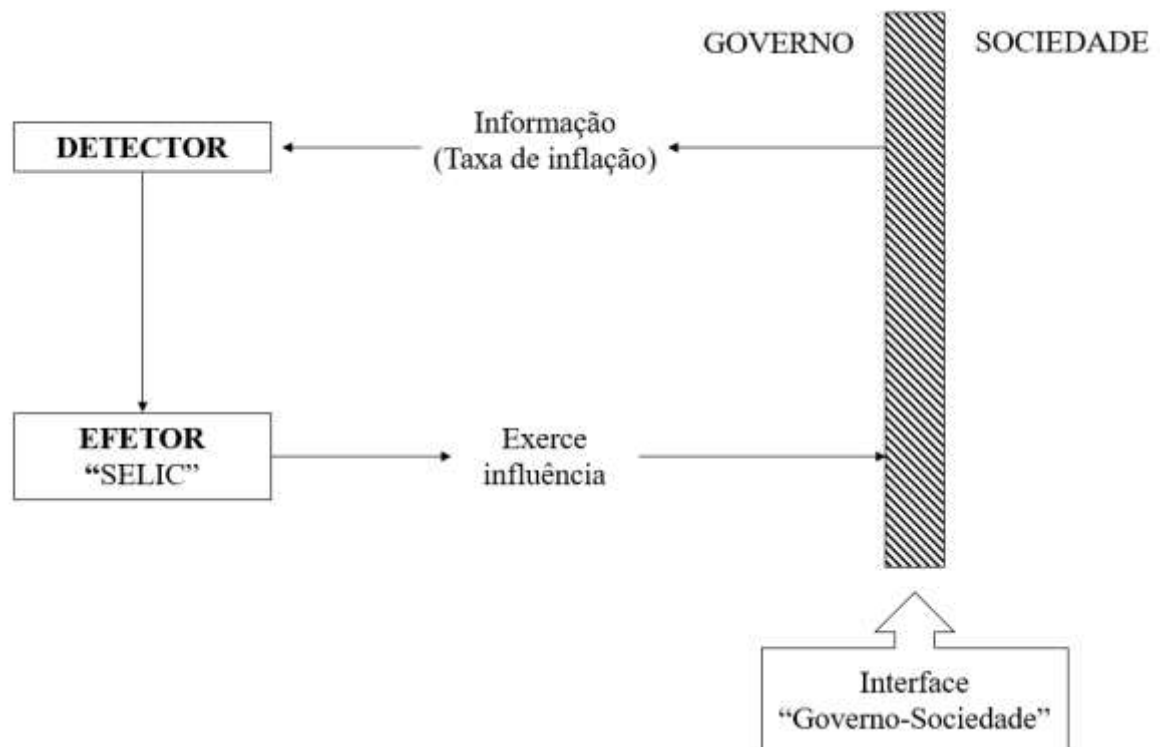
Lindbloom (1982) elabora algo sobre semelhante em seu artigo *The Market as Prison*. Para o autor, enquanto a tomada de decisão no âmbito do Estado se dá por um “sistema de comandos”, as escolhas realizadas no âmbito do mercado se dão majoritariamente por um “sistema de induções”. Assim, os atores econômicos agem com uma margem de autonomia considerável e descentralizada, consolidando uma instituição de mercado cuja ação coletiva é difícil de ser estruturada pelo governo senão por incentivos e desincentivos. Desse modo, assemelhando-se a uma prisão, o mercado “pune” a sociedade com uma alocação de recursos ruim ou a “recompensa” com uma boa alocação, a depender de como a estrutura de incentivos é alterada. Isso tem uma grande importância tanto para a formulação, quanto para a análise de políticas públicas dado que, na prática, a conveniência dos instrumentos do governo está constantemente restrita por reações dramáticas do mercado, limitando até mesmo a potencialidade da democracia (*Ibid.*).

Mas Hood (1983) ressalta que, em muitas situações não mercadológicas, instrumentos podem também perder sua conveniência de forma análoga. Por exemplo: se a sociedade estiver muito insatisfeita com o governo a ponto de não acatar suas ordens, as ferramentas de autoridade se tornam inócuas, podendo abrir espaço para intervenções mais agressivas, como o envio direto de funcionários para obrigar fisicamente os cidadãos a se comportarem de determinada maneira, o que, por sua vez, recrudesce a insatisfação.

Feita essa conceitualização, Hood abre alguns caminhos para problematizar o principal instrumento de intervenção monetária do governo. Uma possibilidade seria traçar um histórico da política pública de estabilização de preços no Brasil, utilizando sua tipologia para descrever as variações nos instrumentos empregados ao longo do tempo. Isso seria adequado, sobretudo, para se construir um panorama sobre as tentativas do Estado em conter a os episódios dramáticos de inflação na segunda metade do século passado. No entanto, pouco agregaria para construir reflexões sobre o atual instrumento, que vem perdurando por duas décadas.

Diante desta miríade de possibilidades, este trabalho se dispõe a analisar a adequação entre o instrumento de juros de curto prazo, executado pelo BCB, e seu respectivo objetivo de estabilização de preços. Para esse propósito, tanto a abordagem de Tinbergen, quanto a de Hood são satisfatórias. O primeiro é útil pelo conceito de consistência, tratando explicitamente do problema de compatibilidade entre meios empregados pelo Estado e seu fim de prover um bem público. Já o segundo é importante para o entendimento da interdependência entre as informações coletadas sobre um problema e o ajuste ou a escolha de determinados instrumentos para mitigá-lo. Assim, a taxa SELIC pode ser considerada um instrumento efetor, enquanto a taxa de inflação pode ser caracterizada como uma *proxy* para o instrumento de detecção do Estado. Afinal, para o governo influenciar o comportamento social, é necessário adquirir algum conhecimento a seu respeito, gerando uma interdependência ou, nos termos de Hood, um sistema de controle (*cf.* a figura 2.1). Apesar do BCB não agir como burocratas de rua para descobrir a variação de preços, o órgão obtém essa informação meramente por sua capacidade de nodalidade. Metodologicamente, isso pode ser modelado através de modelos VAR, como proposto na introdução deste trabalho e como será melhor aprofundado no capítulo 4.

Figura 2.1 Esquema de análise da taxa básica de juros enquanto instrumento de política pública



Fonte: adaptação própria do esquema originalmente concebido por Hood (1983, p. 3, figura 1.1)

3. PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS NO BRASIL

Nem sempre a política pública de estabilização da inflação, no Brasil, esteve tão institucionalizada como se encontra hoje. Tendo em vista o caráter circunstancial com que certas ferramentas são selecionadas em detrimento de outras, é importante destacar a trajetória histórica de intervenções públicas voltadas para administrar o crescimento geral de preços no país. Ao longo do tempo, as elites políticas elaboraram percepções e diagnósticos diversos sobre como lidar com esse problema público, o que se refletiu em estratégias distintas que se sucederam com menor ou maior sucesso. Com base nisso, este capítulo aborda os principais planos de controle inflacionário postos em prática desde os anos 1960, nomeadamente: o Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social, o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), o Plano Estratégico de Desenvolvimento (PED), o Plano Cruzado, o Plano Bresser, o Plano Verão, o Plano Collor e o Plano Real. Em especial, cada um merece destaque pelo papel exercido pela política de juros, além de seus instrumentos adjacentes.

3.1 Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social (1963)

A começar pelo Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social (1963), esse programa teve por objetivos mais imediatos: atenuar a inflação e recuperar o ritmo de crescimento. Essa estratégia de intervenção foi divulgada no final de 1962, tendo como um de seus pilares o anseio por manter a prosperidade econômica alcançada pelo Plano de Metas, que perdurou entre 1956-1961. O programa de metas, implementado no mandato presidencial de Juscelino Kubitschek, consistia em políticas públicas voltadas para uma intensa industrialização, com ênfase em substituir a importação de mercadorias pela produção nacional delas. Esse programa foi responsável por uma média de crescimento anual de 8,2% para esse período, porém coincidindo com uma aceleração dos preços, que atingiu 47,78% em 1961²⁸. Reconhecendo a importância que o modelo de substituição de importações exerceu naquele contexto, o Plano Trienal buscava dar-lhe continuidade, porém admitindo que essas políticas também pressionavam a inflação (MACEDO, 1975).

Vale ressaltar que essa plataforma foi elaborada antes da divulgação das estatísticas de 1962. Neste período, verificou-se uma queda na taxa de crescimento de 8,60% (1961) para

²⁸ Fonte dos dados: Ipeadata. Os indicadores utilizados foram, respectivamente: variação real (a.a%) do PIB a preços de mercado e IGP-DI (a.a%).

6,60% (1962), além do aumento inédito do nível de preços para 51,60%²⁹. Embora os formuladores ainda não estivessem cientes desses dados, sua ideia de retomar o crescimento e reduzir os preços ganhava maior urgência diante dessa piora no desempenho econômico. Por outro lado, tais resultados também revelavam o desgaste da substituição de importações, ainda que o Plano Trienal previsse sua continuidade.

Os planejadores compreendiam que o principal componente da alta generalizada de preços era o aquecimento da demanda induzido por gastos públicos crescentes (GIAMBIAGI et al., 2013). Sob esse diagnóstico, o Plano adotou uma política de juros mais restritiva, visando desestimular o consumo, o que de fato se materializou. A orientação adotada pelo governo era impedir que o crédito oferecido ao setor privado não excedesse sua capacidade de produção. Portanto, o nível de crédito deveria evoluir em conjunção tanto com o nível de preços, quanto com o crescimento real da economia (MACEDO, 1975). Estabeleceu-se um teto de 35% para sua expansão, consubstanciando-se em uma queda de 30% entre dezembro de 1962 e junho de 1963 (WELLS, 1977 apud ABREU, 1990, p.207). No entanto, essa restrição ao crédito foi flexibilizada a partir de julho, o que resultou em uma expansão acumulada de 54% pelo Banco do Brasil ao final do ano (MACEDO, 1975, p. 61).

Diversos fatores podem ser atribuídos a essa crescente oferta de empréstimos a despeito da intenção original do governo em reprimi-la. Em primeiro lugar, pode-se notar uma incompatibilidade entre uma política de juros restritiva e uma política salarial expansiva. A equipe do então presidente João Goulart previa um aumento de 40% para os funcionários públicos, o que não representava sequer um incremento real em seu poder de compra, haja vista as altas taxas de inflação registradas. No entanto, essa resolução não resistiu às pressões políticas da categoria, resultando em uma concessão de 60% ao funcionalismo do Estado, além de 56,25% do salário mínimo no segundo semestre (*Ibid.*, p.62). Isso se deu paralelamente a aumentos de preços públicos e redução de subsídios, induzindo o setor empresarial a demandar mais créditos para lidar com o crescimento desses custos.

Não obstante, o Plano avaliava que a inflação de demanda era reforçada em razão de três variáveis importantes (BASTIAN, 2013): o setor externo, as dificuldades de importação e o setor público. Quanto ao externo, considerava-se que o generoso crescimento advindo da substituição de importações fez circular maior renda gerando, por sua vez, uma alta procura por bens que estava acima da capacidade de oferta interna. Como tais bens também não poderiam ser importados sem muita dificuldade, uma inflação de demanda teria sido desencadeada.

²⁹ Idem.

No que toca as contas públicas, os planejadores sugeriram que o déficit público adquirido, durante o programa antecessor, também pressionava os preços. Tal déficit era resultado de uma conjunção de dois fatores: gastos públicos crescentes sem definir mecanismos apropriados para financiá-los. O governo de Kubitschek havia introduzido fortes estímulos financeiros para acelerar a substituição de importações, o que também puxava investimentos públicos em infraestrutura, cujas carências precisavam ser mitigadas. Isso prejudicava as contas do Estado, o que se agravou com uma reforma cambial responsável por abandonar uma importante fonte de arrecadação do governo. Sem meios adequados de captação de recursos, o governo optava por emissão de moeda. Assim, o plano admitia que a substituição de importações, iniciada com o Plano de Metas, por si só, arriscava elevar os preços se carências estruturais não pudessem ser previstas e corrigidas.

Diante desse quadro, seu receituário atribuía especial importância ao alívio do déficit público, utilizando-se, para tanto, de uma série de instrumentos governamentais. Entre as ferramentas mais convencionais para contornar o déficit, o programa previa aumento da carga tributária e cortes em subsídios e em investimentos públicos, sendo que estes últimos foram efetivamente reduzidos em 18% (cf. MACEDO, 1975, p.65). Também se programava aumentar preços dos serviços prestados por firmas públicas para custear suas dívidas individualmente, o que, junto à eliminação de subsídios, geraria uma elevação de preços em um primeiro momento, mas que seria compensada por um equilíbrio subsequente³⁰. Outra estratégia importante foi captar recursos mediante a obrigatoriedade de compra de títulos cambiais por quem realizasse transações internacionais³¹. De um modo geral, percebe-se, aqui, uma preocupação em financiar o déficit público sem pressionar a emissão de moeda, dado o receio de intensificar a inflação pelo lado da demanda.

Na prática, a execução do Plano Trienal foi abreviada pelo golpe civil-militar em 1964, porém tampouco trouxe resultados significativos enquanto perdurou³². O programa de João Goulart previu uma taxa de inflação anual na ordem de 25% para 1963, mas registrou uma aceleração recorde de 79,92% medido pelo IGP-DI. Além da falha em atingir estes objetivos intermediários como política de juros restritiva e redução do déficit público, uma interpretação possível desse mau desempenho sugere que o plano subestimou a inflação de custos proveniente das políticas salariais (*Ibid.*). Mas esse era um elemento difícil de equacionar, dado que a base

³⁰ Por isso, leva o nome de inflação corretiva.

³¹ Essa era uma alternativa na ausência de Banco Central e de um mercado de capitais bem estruturado.

³² O Plano já se deteriorava em junho de 1963, com a renúncia do então ministro da Fazenda San Tiago Dantas. Não havia perspectiva de que, no ano seguinte, haveria continuidade do programa tal qual foi formulado (BASTIAN, 2013).

de João Goulart era trabalhista. Tais custos tornavam escassos os meios de pagamento no setor privado o que, por sua vez, tornava inevitável a expansão passiva de liquidez pelas autoridades monetárias. É possível argumentar que havia uma tensão latente e contraditória entre os interesses dos trabalhadores e dos donos de capital na política de João Goulart, cuja imensa dificuldade de conciliar, naquele contexto, comprometeu parcialmente a própria política de estabilização de preços.

3.2 Programa de Ação Econômica do Governo (1964-1967)

Dado o insucesso do Plano Trienal em controlar a inflação, uma nova alternativa política foi elaborada, ainda que preservando alguns instrumentos da gestão anterior. Quando o golpe de Estado irrompeu e as forças armadas ocuparam o governo em abril de 1964, anunciou-se o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), vigorando até março de 1967. No entanto, vale frisar que essa estratégia não representava uma ruptura definitiva à caixa de ferramentas empregada pela equipe de João Goulart. Na prática, o PAEG conservou algumas estratégias adotadas em 1963, atribuiu maior centralidade à aceleração de preços, sugeriu soluções novas face a aspectos negligenciados pelo plano anterior e, finalmente, foi aplicado sob um contexto autoritário, em que pressões políticas adversárias eram neutralizadas.

Primeiramente, vale ressaltar a condução da política de juros do PAEG. Em 1963, o crescimento real do produto havia sido de 0,6%, mas a inflação de demanda não havia saído do radar das autoridades, cuja concepção original envolvia o enxugamento da oferta de crédito, com vistas a manter a taxa de juros reais elevada. A regra adotada era diferente daquela praticada pelo Plano Trienal: o volume de crédito deveria acompanhar a quantidade de moeda, que, em seu turno se buscava limitar por outras medidas. Isso se deu sob a criação do Banco Central, o que facilitava a gestão dos juros dali em diante.

Já a orientação de reduzir o déficit fiscal permanecia norteadora neste novo plano, ainda que novos instrumentos surgissem para auxiliar esta tarefa. Mesmo colocando o combate à inflação como prioridade e condição necessária ao desenvolvimento (MARTONE, 1975), seus formuladores adotaram, assim como no Plano Trienal, uma solução gradual para reduzir gastos. Isto é, evitavam-se medidas de contração excessiva, temendo que isso compromettesse o produto interno e os investimentos do governo.

Nesse contexto, também eram realizadas algumas reformas importantes. Uma delas foi a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), que representavam uma nova modalidade de títulos da dívida pública, diferenciando-se pela atualização trimestral de

seu valor para compensar o aumento dos preços (BRASIL, 1964), tendo em vista que a inflação deteriora o poder de barganha. Essa medida visava tornar as letras da dívida pública mais atrativas de serem vendidas ao mercado privado, mesmo em tempos de incerteza sobre a taxa de inflação futura, tornando-se outro instrumento para aliviar o déficit público sem se valer de emissão de moeda, tributação ou corte excessivo de gastos³³. Além das ORTNs, leis de reajuste monetário também foram aplicadas a débitos fiscais, empréstimos, aluguéis e tarifas, com o intuito de tornar mais toleráveis os efeitos deletérios da inflação (BASTIAN, 2013).

Partindo do diagnóstico de que a inflação de custos também compunha parcela importante da aceleração de preços, o PAEG pautou uma política muito restritiva de salários. No contexto do regime instalado em 1964, intervenções dessa natureza eram mais fáceis de se imporem, pois havia concentração de poder pelos militares e os trabalhadores não integravam a base do governo. A iniciativa visava sufocar um conflito de classes inflacionário, em que: a alta dos preços gerava pressão por incrementos salariais e os aumentos dos salários eram, por sua vez, repassados aos preços dos bens e serviços, configurando uma espiral ascendente de preços. A estratégia passava por condicionar os reajustes à média dos salários reais dos dois anos anteriores e aos eventuais ganhos de produtividade, deixando de fora correções da inflação e reduzindo instabilidades (MARTONE, 1975). A nova política findou por comprimir as remunerações laborais, fazendo-as cair continuamente em termos reais: em 1966, o valor real do salário mínimo chegou a 75% do que era em 1963 (*cf.* BASTIAN, 2013, p. 157, gráfico 1).

Posto em prática, o PAEG foi mais bem sucedido na estabilização dos preços que o Plano Trienal, porém ainda assim não alcançou suas próprias metas. A previsão era de que a inflação chegasse aos patamares de 80% (1964), 25% (1965) e 10% (1966). No entanto, O IGP-DI anual registrou os valores de 92,12%, 34,24% e 39,12% respectivamente. Martone (1975) interpreta que os instrumentos de política pública se mantiveram mais enfaticamente voltados para corrigir distorções de demanda, não lidando adequadamente com problemas de custos. Exemplo disso seriam taxas de juros reais crescentes e o encarecimento de tarifas e insumos produzidos pelo governo. Um problema de inconsistência estava na expansão de crédito, que se mostrou insuficiente em algumas ocasiões para satisfazer a necessidade de liquidez no setor privado, gerando crises. Ainda, isso levava as empresas a procurarem empréstimos fora do Banco do Brasil a juros ainda mais elevados, o que era repassado aos preços em seguida.

³³ Vale frisar que o déficit público tem natureza contábil, enquanto a dívida pública se trata de um compromisso de pagamento do Estado a seus credores.

3.3 Plano Estratégico de Desenvolvimento (1968-1970)

Em 1967, o então presidente Castelo Branco, que se comprometera com a execução do PAEG, entregou o posto para o marechal Costa e Silva, que então se encarregava de elaborar novas políticas econômicas. No ano seguinte, o novo gabinete divulgava o Plano Estratégico de Desenvolvimento (PED), que atravessou não apenas o mandato de Costa e Silva, como também o início do governo de Médici. Os objetivos mais gerais permaneciam sendo o crescimento econômico e a estabilização gradual da inflação. No entanto, enquanto o programa anterior atribuía centralidade à redução do processo inflacionário, tendo-a como condição prioritária para desencadear o desenvolvimento, o PED apontava para um ativismo maior do Estado na recuperação do ritmo de crescimento, que já dava sinais de desaquecimento³⁴. Preocupando-se com a retomada de crescimento, o novo plano buscava equacionar a redução gradual da aceleração de preços com o aumento da demanda agregada. Adicionalmente, ressaltava-se a dificuldade do PAEG em lidar com a elevação de custos dada a sua maior disposição em combater a inflação pelo lado da procura.

Dessa vez, o governo se comprometia a definir taxas de juros baixas, mediante regulação do sistema financeiro. Um dos modos adotados para operacionalizar essa estratégia foi o tabelamento dos juros mediante fixação de tetos, tendo participação importante do Banco Central, criado na gestão passada. No entanto, seu controle efetivo apresentava fragilidades, tendo em vista que se aprendiam maneiras de burlar esses limites. O Banco do Brasil, por sua vez, também desempenhou um papel na execução da política de juros, na medida em que era capaz de cobrá-los a um patamar inferior ao de bancos privados, auxiliando na redução do custo de crédito. Especialmente os juros cobrados para os setores de agricultura e exportação foram frequentemente sustentados abaixo da taxa de inflação (LAGO, 1990). Finalmente, o governo atuou em favor da concentração bancária, porém essa medida era inconsistente com a meta de reduzir o custo do crédito, pois limitava o papel da concorrência.

Em sua execução, o PED conservou alguns compromissos assumidos durante o governo de Castelo Branco, mas reviu os instrumentos fiscais para satisfazê-los. A regra de arrocho salarial, que foi o principal instrumento do PAEG para lidar com a inflação de custos, mantinha-se intacta. Na dimensão fiscal, previa-se contrair despesas com custeio, isto é, com a manutenção dos fatores empregados para operar a máquina pública, o que incluía a redução de

³⁴ Enquanto o PAEG vigorou, o desempenho econômico oscilou e sua meta de 6% só foi satisfeita em 1966, com um crescimento real de 6,7%. No entanto, 1967 já demonstrava uma expansão menor do produto de 4,2%. (Fonte: Ipeadata)

transferências aos entes subnacionais. Ao passo que se buscava atenuar essa rubrica, no entanto, esperava-se direcionar maiores investimentos para setores da economia considerados prioritários, atendendo à agenda de aquecimento econômico. E para evitar o agravamento do déficit fiscal, empresas estatais assumiram maior participação em investimentos de infraestrutura, dada sua capacidade de captar empréstimos, o que não pressionava o déficit público (GIAMBIAGI et al., 2013).

Outra mudança importante instituída no Plano Estratégico foi a escala de aplicação do instrumento de controle direto de preços. Se antes a Comissão Nacional de Estabilização de Preços (Conep) estava encarregada de definir o câmbio e o preço de produtos e serviços ofertados pelo Estado; a partir do PED, o Conep adquiriu autoridade para determinar a precificação preços privados, como insumos e juros comerciais. Essa era uma contrapartida ao aumento da disponibilidade de crédito e de moeda, pois o governo temia que isso pudesse agravar a inflação, julgando necessária uma aplicação mais incisiva do controle direto de preços (*Ibid.*).

Ao contrário dos programas anteriores, o PED não estabeleceu metas quantitativas para seus objetivos (ALVES e SAYAD, 1975), dificultando avaliar até que ponto os resultados alcançados eram esperados. Mas fato é que o IGP-DI aumentou sutilmente no primeiro ano de sua execução, saindo de 25,01% para 25,49% e sofreu redução em seguida, mantendo-se por volta de 19% nos dois anos restantes, que foram os menores valores registrados desde 1958. Após a execução do plano, o nível de preços permaneceu relativamente baixo ao longo do período designado pelos militares como “milagre econômico”, termo empregado em referência às taxas generosas de crescimento do produto, acompanhadas de estabilidade inflacionária e que se estenderia até 1973.

3.4 Plano Cruzado (1985-1987)

Passado o intervalo do “milagre econômico”, o espectro inflacionário voltava a dar sinais de que não havia sido superado. Em 1973, o IGP-DI anual registrava o melhor patamar inflacionário (15,54%) em décadas, antes de iniciar uma nova trajetória de ascensão no ano seguinte, em que a aceleração saltou para 34,55%, culminando em uma taxa de 235% em 1985, quando o regime militar se encerrava. Segundo Modiano (1990), nesse espaço de tempo, dois eventos foram particularmente importantes para o recrudescimento inflacionário. Um choque acentuado no preço do petróleo aliado a um reajuste mais frequente dos salários mínimos refletiram-se em um aumento do nível de preços de 40,81% em 1978 para 77,25% em 1979.

Além disso, uma desvalorização de 30% do cruzeiro no início de 1983 favoreceu um acúmulo acentuado do nível geral de preços, que alçou à ordem de 210,99% no final do ano. As medidas de contração fiscal e as tentativas de reequilibrar a dimensão externa da economia brasileira tampouco parecia reverter essa trajetória.

Com a transição de regime político em 1985, a nova fase democrática brasileira se acomodava em meio a uma instabilidade grave dos preços, exigindo uma nova estratégia para conter sua evolução. Nessa ocasião, Tancredo Neves havia sido eleito indiretamente para inaugurar o novo momento da política brasileira. Porém, tendo falecido antes de tomar posse, seu vice José Sarney assumiu a presidência e anunciou seu primeiro programa de combate à inflação: o Plano Cruzado, em fevereiro de 1986. Em relação aos planos anteriores, sua meta era a mais audaciosa, pois tinha a intenção de zerar a taxa de elevação dos preços.

O plano em si não acomodou diretrizes para a política de juros, cuja condução ficou a critério das autoridades econômicas. Segundo Modiano (1990), nos primeiros meses de execução do programa, os juros desempenharam o papel de ancorar as expectativas em virtude de equilibrar a quantidade de moeda. Isso se dava sob um contexto de reforma em que o padrão monetário do cruzeiro era substituído pelo Cruzado (Cz\$)³⁵, na intenção de aumentar a credibilidade da moeda. Portanto, taxas altas comunicavam a necessidade de conter a liquidez e taxas baixas sinalizavam a urgência de incrementá-la. No primeiro mês, o Banco Central praticou juros nominais reduzidos, podendo ser interpretado como uma sinalização de inflação baixa (*Ibid.*). Houve tentativas subsequentes de adotar uma política de juros contracionista, mas não lograram em decorrência de pressões políticas para mantê-la frouxa.

Àquela altura, crescia a percepção geral de que os mecanismos de reajuste monetário de contratos e tarifas atrapalhavam os esforços de estabilização (GIAMBIAGI et al., 2013). Instrumentos dessa natureza visavam compensar a erosão do poder de compra proveniente do aumento de preços ao permitir que remunerações acordadas *ex ante* mantivessem seu valor real constante. No entanto, essas correções preservavam parte inflação entre um reajuste e outro, uma vez que elevavam os valores nominais dos contratos na proporção do nível geral de preços. Assim, imperava o diagnóstico de que o aumento dos preços era predominantemente inercial, isto é, a inflação persistia porque uma parcela considerável dela simplesmente era restituída entre um período e outro.

Isso deu tônica a medidas de desindexação da economia. Por exemplo, as ORTNs foram substituídas por uma nova modalidade de títulos da dívida pública: as Obrigações do Tesouro

³⁵ Um cruzado equivalia a mil cruzeiros.

Nacional (OTN). Estas tiveram seu valor nominal congelado durante 12 meses, podendo sofrer atualizações após esse período caso se observassem variações no Índice de Preços ao Consumidor (IPC) (BRASIL, 1986). Também se buscou regular a frequência de reajustes salariais para repor a inflação, definindo o gatilho salarial: se o aumento de preços acumulasse em 20%, as remunerações laborais seriam automaticamente corrigidas no mesmo patamar. Na prática, esta diretriz era acionada em intervalos muito curtos, pois a taxa inflação acumulava em 20% com facilidade.

Uma novidade do Plano Cruzado foi o congelamento de preços tanto públicos quanto privados. A respeito dos segundos, o governo incentivava a população a voluntariamente fiscalizar o comércio, de modo a conferir se determinados produtos estavam sendo ofertados ao preço previsto na tabela da Superintendência Nacional de Abastecimento, cabendo-lhe realizar denúncias em caso de descumprimento. Esse instrumento acabou tornando-se motivo de muita controvérsia, sendo responsável por crises de desabastecimento, uma vez que a repressão de preços desestimulava a produção de alguns bens. Além disso, a população desenvolvia maneiras de burlar os controles em vigor.

Em novembro de 1986, foi anunciado o Plano Cruzado II, que consistia basicamente em uma série de medidas fiscais e outras orientações. Dentre elas, estava o aumento de preços públicos para ampliar a receita do governo. Além disso, previa-se que alguns aumentos de preços fossem retirados do IPC para não antecipar gatilhos salariais.

O Plano Cruzado representou um momento político muito delicado, dada a urgência de legitimar um governo eleito indiretamente e cujo presidente falecera antes de tomar posse, porém, seu fracasso em estabilizar os preços foi evidente. Para ponderar sobre o desempenho dos instrumentos adotados no governo Sarney, Modiano (1990) separa a condução desse programa em três períodos distintos. O primeiro intervalo, de março a junho de 1986, foi caracterizado por uma notória redução nas taxas de inflação. Em fevereiro, o IGP-DI registrava 14,98%, patamar que saltou bruscamente para 5,52% em março, e oscilou, nos meses seguintes, entre -1% e 1%.

Entre julho e outubro de 1986, o efeito colateral da escassez de produto tornava-se mais severa e a inflação demonstrava uma tendência positiva muito sutil. Em julho, o IGP-DI mensal média 0,63% e atingia 1,39% em outubro. Ainda assim, figuravam patamares muito baixos se comparados aos mesmos períodos em 1985, com valores de 8,92% e 9,05% respectivamente. No entanto, a própria ausência de mercadorias nas prateleiras contribuía para esse desempenho, na medida em que limitava a amostra da pesquisa. Além do mais, os esforços dos empresários em burlar o tabelamento dificilmente seriam captados pelas pesquisas.

De novembro de 1986 a junho de 1987, o Plano Cruzado caminhava em direção a seu sepultamento. No primeiro mês desse período, o IGP-DI expressava 2,46% saltando para 7,56% em dezembro. A partir de janeiro de 1987, a inflação mensal seguiria na casa de dois dígitos, chegando ao patamar de 25,88% em junho.

Segundo os próprios formuladores do Plano Cruzado, a concepção e sustentação do programa era atravessada por diversas inconsistências (GIAMBIAGI et al, 2013). Dentre elas, a tese de que a inflação era predominantemente inercial estava equivocada, afinal sua taxa anual mantinha-se acelerando. Também se devia considerar a possibilidade de inflação de demanda, pois houve ocorrências de excesso de consumo, ainda mais sancionados por taxas de juros baixas. Em terceiro lugar, os idealizadores das políticas admitiam que o congelamento estendeu-se demais e foi ineficaz em abarcar setores informais. Por fim, o gatilho salarial e os abonos foram considerados pontos de instabilidade, além de inconsistências entre as políticas fiscais e de juros, que eram muito flexíveis e mal calibradas.

3.5 Plano Bresser (1987-1988)

Ainda sob a gestão Sarney, o fracasso do Plano Cruzado incentivou a demissão de Dílson Funaro da posição de ministro da Fazenda e abriu caminho para uma nova tentativa de estabilizar os preços. Em junho de 1987, era anunciado o Plano Bresser: um programa de combate à inflação que levava o nome do novo ministro da Fazenda. Dado o intenso aquecimento do consumo percebido meses atrás, pressupunha-se que a inflação brasileira tinha componentes tanto de demanda quanto de inércia, exigindo uma linha de atuação que incluísse políticas de austeridade (*Ibid.*). Menos pretensioso que o programa anterior, não se tencionava anular a elevação generalizada de preços, mas apenas desacelerá-la a partir de um “choque deflacionário”.

Na busca de atenuar a trajetória inflacionária, pela dimensão do consumo, e de recuperar a credibilidade, o Plano previa instrumentos governamentais de natureza contracionista. A condução da política de juros assumia uma função central no programa, orientando taxas reais positivas, no curto prazo, para encarecer empréstimos e desincentivar o consumo. Portanto, tencionava-se reverter o caráter expansionista que a condução desse instrumento adquiriu durante o Plano Cruzado. Além disso, esperava-se prevenir que os estoques fossem especulados, isto é, que os empresários segurassem suas mercadorias em função de vendê-los em uma data futura quando fosse mais vantajoso. Finalmente, promessas de tornar o Banco

Central independente para pautar as taxas de juros também foram feitas para 1988, o que não se cumpriu.

Outras medidas contracionistas incluíam: elevação de tarifas públicas, exclusão dos subsídios à produção de trigo e cortes no consumo do Estado e na formação de capital bruto. Mediante essas alternativas, também se desejava reduzir o déficit público com o propósito de sinalizar moderação fiscal, sob a tese de que se recuperaria a credibilidade da população, acalmando as expectativas.

Do ponto de vista da inércia inflacionária, os planejadores voltaram a promover congelamentos e reestilizaram as regras de indexação salarial. Implementou-se uma nova rodada de controle de preços em um intervalo mais breve de 3 meses e com menor rigidez. Não obstante, essa medida foi precedida de encarecimento de alguns itens para aliviar perdas sofridas pelos empresários durante o congelamento, uma vez que não poderiam se adaptar à taxa de inflação. Os salários também acompanharam esse movimento, sendo nominalmente congelados por três meses. O gatilho salarial foi abandonado e se implementou a Unidade de Referência de Preços (URP) para orientar as remunerações laborais. Sob a nova regra, admitia-se reajuste mensal, mas as variações se davam a uma taxa pré-fixada que correspondia à média geométrica da taxa de inflação dos três meses anteriores. Tal manobra retardava o choque dos preços sobre os salários e reduzia sua intensidade, mitigando o componente inercial.

Os resultados do Plano Bresser não foram muito promissores: a inflação recuou nos primeiros meses, mas voltou a escalar em seguida. Conforme o IGP-DI, a inflação mensal caiu substancialmente de 25,88% em junho para 9,33% em julho, atingindo o menor patamar de 4,50% em agosto, porém retomando sua trajetória ascendente no mês seguinte e finalizando o ano de 1987 em 15,89% ao mês. Portanto, o bom desempenho do Plano se deu enquanto o congelamento perdurou, ainda que houvesse dificuldade em controlar os preços, pois a burocracia responsável sofrera desmontes e a população acumulava experiência em driblar os tetos. Com o fracasso do programa, Bresser deixou o governo, sendo substituído por Maílson da Nóbrega em dezembro.

O novo ministro da Fazenda deu continuidade ao Plano durante todo o ano de 1988, cuja condução foi apelidada de “feijão com arroz” e se caracterizou por aumentar a austeridade. A meta de sua gestão era estabilizar a taxa de inflação em 15% ao mês, o que não foi concretizado em nenhum momento durante seu mandato. O IGP-DI mais baixo registrado foi de 17,65% em fevereiro de 1988, e de modo geral, a trajetória apresentou tendência positiva ao longo do ano, culminando em uma taxa de 28,89% em dezembro.

3.6 Plano Verão (1989)

Já com a credibilidade desgastada e com uma disputa eleitoral à frente, o governo Sarney anunciava seu último programa de estabilização a ser executado ao longo de 1989: o Plano Verão. Ainda sob a tutela de Máílson da Nóbrega, a nova cesta de políticas públicas prometia dois ou três meses de inflação baixa a partir de uma desindexação mais intensa (MODIANO, 1990). À semelhança das experiências passadas, também se pretendia combinar instrumentos de contração ao consumo e congelamento de preços sob um novo padrão monetário. Implementado em janeiro, esse pacote de ferramentas também se caracterizou por um sucesso imediato, mas que não se sustentou.

Visando restringir o consumo, adotou-se uma postura de enxugamento de liquidez. Assim, o governo sustentou elevadas taxas de juros de curto prazo (em termos reais), controlou o crédito para o setor privado e constrangeu negócios com moeda estrangeira. Mas essas medidas não foram capazes de conter a demanda inicialmente, pois o consumo se expandiu em fevereiro e em março. Neste período, os preços haviam sofrido um aumento determinado pelo governo e passariam por um novo represamento. Mas dados os sucessivos congelamentos anteriores, essa medida estava desacreditada, o que pode ter levado a população a manter seu consumo alto na expectativa de que os controles logo seriam flexibilizados (*Ibid.*), a despeito de uma taxa de juros restritiva. Já durante a liberação dos preços, as taxas de juros voltavam a decair.

Arrochos fiscais também foram anunciados. Assim, previa-se a redução de cinco ministérios, o enxugamento do funcionalismo público, privatizações de empresas produtivas e moderação no endividamento. No entanto, essas medidas de austeridade não foram postas em prática, em parte porque o calendário eleitoral tornava essa pauta mais delicada.

Visando neutralizar incisivamente o componente inercial do aumento de preços, o governo decidiu eliminar os mecanismos de indexação existentes. Isso se materializou, por exemplo, na exclusão da URP e, portanto, de sua função em retardar a absorção da inflação passada pelos reajustes salariais correntes. Do mesmo modo, a OTN se extinguiu, culminando no congelamento dos contratos ainda existentes nessa modalidade. Mas logo instituiu-se o Bônus do Tesouro Nacional (BTN): um tipo de título da dívida que permitia o reajuste trimestral de seus valores conforme a variação do IPC. Giambiagi et al. (2013) avalia que essas estratégias de desindexação, durante um período inflacionário, desfavorecia a capacidade dos indivíduos em coordenar suas projeções sobre sua renda futura, escalando a inflação a um patamar ainda mais grave.

Finalmente, a política salarial enfrentou bastante dificuldade em ser planejada. A intenção era promover um diálogo com patrões e empregados e utilizá-lo como base na formulação de um projeto de lei até a primeira quinzena de abril, delimitando novas regras. No entanto, a política salarial só foi definida em maio, quando se aprovaram diretrizes sobre a frequência de reajustes conforme o nível de renda. Para quem ganhasse até três salários mínimos, o intervalo seria mensal; para quem ganhasse entre três e vinte, seria trimestral, ainda que se instituísse um gatilho de 5%. Na prática, voltava a vigorar a recomposição mensal das remunerações para grande parte da população, pois o gatilho da segunda categoria era acionado de forma recorrente (MODIANO, 1990).

Mais uma vez, o planejamento do governo Sarney não se mostrou promissor em estabilizar os preços. Segundo o IGP-DI, o ano de 1989 começou com uma taxa mensal de inflação a 36,56%, que reduziu para 11,80% em fevereiro e caiu para 4,23% em março, o menor valor registrado do ano. No entanto, já em abril, o aumento de preços retomou sua tendência ascendente, expressando taxas de dois dígitos a partir de maio e culminando em um patamar de 49,39% em dezembro.

A segunda metade da década de 1980 foi, portanto, marcada por taxas de inflação preocupantes e três tentativas fracassadas de estabilização. Embora, circunstancialmente, os planos tenham sido responsáveis por aliviar o aumento de preços, as taxas anuais de inflação contam uma história ainda mais dramática. Herdando o espectro inflacionário do regime militar, o ano da redemocratização (1985) registrou um IPCA anual de 242,23%, mas que arrefeceu para 79,66% em 1986, sob o Plano Cruzado I. Neste momento, ainda se alimentavam expectativas de que a transição política solucionaria esse mal público, evitando medidas austeras. A partir daí, no entanto, os valores cresceram exponencialmente, atingindo os patamares de 363,41% em 1987; 980,21% em 1988; e 1972,91% em 1989.

De todo modo, uma série de questões importantes podem ser depreendidas dessas experiências. Primeiramente, um dos problemas desses planos foi subestimar o aquecimento do consumo no início do governo Sarney e também nos momentos subsequentes à cada estabilização momentânea, nas quais a recuperação do poder de compra pressionava as vendas e alimentava uma inflação de demanda (GIAMBIAGI et al, 2013). Durante o Plano Collor, em especial, manteve-se uma política de juros expansiva a despeito do excesso de consumo. Outro erro foi abusar das medidas de congelamento, que perdiam a eficácia à medida em que a população se familiarizava com seus subterfúgios, sem mencionar as crises de desabastecimento verificadas. Modiano (1990) também enfatiza que raízes mais profundas do

processo inflacionário não foram cortadas, como conflitos distributivos e desequilíbrios fundamentais.

3.7 Plano Collor (1990-1992)

Em decorrência da eleição de Fernando Collor de Mello à presidência da república, um programa homônimo de estabilização foi anunciado em março de 1990: o Plano Collor. A nova estratégia seria caracterizada por instrumentos ainda mais rígidos de austeridade, o que incluía taxas de juros ao ano muito elevadas, controversos confiscos de poupança e promessas de ajuste fiscal. O diagnóstico por trás disso era a associação do excesso de liquidez com o comportamento inflacionário. Um congelamento de preços chegou a ser divulgado, mas não inspirou obediência³⁶ (GIAMBIAGI et al, 2013). Uma segunda versão do Plano Collor chegou a ser apresentada em fevereiro de 1991, reforçando algumas diretrizes originais, mas a escalada de tensões políticas culminou na aprovação do *impeachment* do presidente no final de 1992.

Em matéria de política de juros, a liquidez foi fortemente suprimida. Os juros nominais definidos pelo Banco Central mantiveram-se altos durante todo o período, ainda que não reproduzissem o patamar de seis dígitos característicos do final de 1989 e de fevereiro de 1990. Os primeiros meses desse ano apresentaram uma relativa moderação, mas a rigidez da política do Banco Central expressou patamares de, no mínimo, três dígitos do mês junho em diante, chegando alcançar quatro dígitos ao longo de 1992³⁷. Em agosto do mesmo ano, recrudesceram-se os depósitos que as instituições financeiras deveriam compulsoriamente manter no Banco Central, o que contribuiu para elevar ainda mais as taxas reais de juros (BURLE, 1992).

Isso se deu sob uma nova reforma monetária e medidas agressivas de contenção da liquidez. Em substituição do cruzado novo, estabeleceu-se o cruzeiro novo (NCr\$), e foi decretado o confisco das poupanças acima de NCr\$ 50.000,00, durante um ano e meio, atingindo até pequenos poupadores. Isso, por sua vez, gerava escassez de moeda e induzia os bancos a operarem com modalidades alternativas de captação de recursos para atender à demanda do público por meios de pagamento. Paralelamente, o governo expandia moeda em dosagens apertadas e o Banco Central restringia o crédito ao consumo. Pode-se argumentar que tudo isso contribuía para o crescimento de juros comerciais, dada a escassez de crédito e de moeda.

³⁶ Como prevê Hood (1983), instrumentos baseados na autoridade do governo perdem a eficácia tão logo houver ausência de credibilidade.

³⁷ Fonte: *Bank for International Settlements*.

Em fevereiro de 1991, com o anúncio do Plano Collor II, instituía-se a Taxa Referencial de juros. Sua função era determinar o grau de rendimento do Fundo de Aplicações Financeiras, que era uma nova modalidade de correção monetária que não se baseava na inflação passada, mas nas expectativas de inflação futura, servindo como uma forma de mitigar o componente inercial da trajetória de preços.

Mais uma vez, reduções inflacionárias seguiram os anúncios de estabilização, mas foram efêmeras. O IGP-DI mensal registrou uma queda de 81,32% em março de 1990 para 11,33% em abril, alcançando seu melhor resultado em junho, quando a taxa de inflação chegou a 9,02%. Logo após isso, os preços reiniciaram sua tendência positiva, culminando na taxa de crescimento de 21,11% em fevereiro do ano seguinte. Com a divulgação do Plano Collor II, houve uma nova quebra no índice, que expressou 7,25% em março do mesmo ano, retomando sua trajetória contínua de aceleração a partir de junho. Por sua vez, a taxa de inflação anual, medida pelo IPCA, teve sua primeira queda desde muito tempo, saindo de 1.973% (1989) para 1.621% (1990) e alcançando 472,7% (1991). No entanto, a tendência logo se reverteu, vide o IPCA de 1.119% em 1992. Portanto, o novo programa também não foi capaz de resolver o problema definitivamente.

3.8 Plano Real (1994)

Com o dramático desfecho da gestão Collor, o vice-presidente Itamar Franco assumiu o Palácio do Planalto em seu lugar no final de 1992, cujo novo gabinete foi responsável por elaborar o último grande programa de estabilização de preços. Em fevereiro de 1994, era então anunciado o Plano Real, que se caracterizava por inaugurar uma nova estratégia de desindexação da economia seguida de mais uma reforma monetária. Entre outras medidas, o programa também previa ajustes fiscais mais sistemáticos e estabelecia o câmbio e os juros como âncoras para manter a inflação sob controle. De todas as tentativas de estabilização discutidas até aqui, esta foi a mais bem sucedida, derrubando efetivamente as taxas de crescimento de preços a um nível tolerável.

Para compreender a orientação da política de juros adotada no Plano Real, não se pode deixar de mencionar primeiramente a estratégia de desindexação. Abandonando as medidas de congelamento, o governo apostava, dessa vez, na Unidade Real de Valor (URV): um índice de referência para converter os preços estabelecidos em novos cruzeiros. Portanto, o meio de pagamento permanecia sendo o novo cruzeiro e a URV se limitava à sua função de unidade de conta, definindo o valor dos produtos. O Banco Central era responsável por estabelecer a

paridade entre a URV e o outro padrão monetário, baseando suas decisões na erosão do poder de compra (BRASIL, 1994). Porém, a adesão do público à Unidade Real era facultativa. Tão logo a inflação se tornasse estável no curto prazo, o Plano previa que esse mecanismo deixaria de ser mera unidade de conta e adquiriria a função de reserva de valor, ocasionando o abandono do cruzeiro em favor do real. No entanto, as experiências passadas sugeriam que toda estabilização da inflação havia sido seguida de uma expansão abrupta no consumo. Temendo uma inflação de demanda, praticou-se uma política de juros contracionista para contê-la.

De todo modo, a prática de juros altos não se deteve aí. Como os preços caíram efetivamente a um nível baixo, a política do Banco Central permaneceu restritiva em termos reais, apesar dos juros terem saído de uma escala de 5 dígitos para 2 dígitos em julho. Assim, ao lado da política de câmbio, a taxa de juros também se tornou uma âncora nominal dos preços não só ao longo do Plano Real, mas também durante os anos seguintes. A manutenção de uma política monetária restritiva contrastava com a expectativa de que, assim como a inflação, os juros naturalmente se aproximariam dos padrões internacionais (GIAMBIAGI et al., 2013).

Na prática, essas foram as medidas mais importantes para o arrefecimento dos preços, mas instrumentos de contração fiscal também foram implementados. Primeiramente, o Programa de Ação Imediata previa rever as relações entre União e Estados e entre Banco Central e bancos subnacionais, dando ênfase também ao enfrentamento da sonegação³⁸. Em segundo lugar, adotou-se o Fundo Social de Emergência, com o intuito de flexibilizar parte da receita federal, cujo ajuste era difícil dadas as vinculações orçamentárias estabelecidas pela Constituição de 1988. No entendimento dos elaboradores do Plano Real, a mitigação de desequilíbrios nas contas públicas seria a linha mais eficaz para arrefecer a elevação de preços. Contudo, essa variável se mostrou muito menos efetiva diante das demais estratégias. No fim, o quadro fiscal se deteriorou pelo efeito perverso da política restritiva do Banco Central sobre a dívida pública, sem que isso comprometesse a estabilidade de preços.

Pela primeira vez, o bom desempenho no combate à inflação não foi efêmero e suas taxas anuais foram derrubadas a níveis muito baixos. Entre a adoção da URV em março e o mês de junho, a inflação manteve-se quase constante, ainda que o IGP-DI registrasse valores mensais na casa de 40%. Entendendo que o crescimento de preços não acelerava, o real tornou-se moeda oficial em julho, reduzindo a taxa de inflação mensal a 24,71%, com tendência negativa até dezembro, em que se observou um aumento de apenas 0,57%. O IPCA anual reforça esse entendimento: seu valor caiu de 2.477% em 1993, para 916% em 1994 e 22,41%

³⁸ Na verdade, essa política foi aprovada um ano antes do Plano Real, mas Giambiagi et al. (2013) o considera como um componente da primeira fase do processo de estabilização.

em 1995, nunca mais alcançando a casa dos 20% até o momento atual. Portanto, a taxa de inflação finalmente cedeu sem experimentar novas escaladas duradouras, como era o caso das experiências anteriores ao Plano Real.

O quadro 3.1 resume as principais diretrizes adotadas por cada programa de estabilização de preços no século passado. Com exceção, do PED, do Plano Cruzado e do Plano Verão, em geral, as estratégias adotaram políticas de juros restritivas, pois a contração do consumo se tornou uma medida usual no repertório de instrumentos de políticas públicas em matéria de estabilizar preços. Por sua vez, algumas inconsistências importantes merecem ser frisadas em cada plano, ressaltando a importância de haver coordenação entre as diversas ferramentas adotadas.

Quadro 3.1 Características dos programas de estabilização no século XIX

Programa de estabilização	Governo	Período	Política de juros	Elementos de inconsistência	Outros destaques
Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social	Jânio Quadros	1963	Contracionista	Política salarial expansiva	Continuidade à substituição de importações
Plano de Ação Econômica do Governo	Castelo Branco	1964-1967	Contracionista	Escassez de liquidez	Criação do BCB e das ORTNs
Plano Estratégico de Desenvolvimento	Costa e Silva	1968-1970	Expansionista	Baixa concorrência bancária	Estado mais ativo no crescimento econômico
Plano Cruzado	José Sarney	1985-1987	Expansionista	Excesso de demanda	Congelamento de preços e reforma monetária
Plano Bresser	José Sarney	1987-1988	Contracionista	Falta de credibilidade	Congelamento de preços
Plano Verão	José Sarney	1989	Inicialmente contracionista	Falta de credibilidade	Congelamento de preços
Plano Collor	Fernando Collor	1990-1992	Contracionista	Escassez de liquidez	Confisco de poupanças
Plano Real	Itamar Franco	1994	Contracionista	Deterioração fiscal	Desindexação voluntária e reforma monetária

Fonte: Elaboração própria.

4. DESENHO DE PESQUISA E RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA

O presente capítulo retoma a preocupação central deste trabalho, a saber: investigar se a política do Banco Central do Brasil é consistente com seu objetivo de estabilizar a aceleração dos preços. Dado que esses dois fenômenos são mensuráveis e variam longitudinalmente, a estratégia escolhida para responder a esse problema de pesquisa constitui na análise de como tais variáveis se comportam simultaneamente no tempo. Desse modo, é possível estimar padrões que indiquem, em média, como essas duas instâncias se afetam mutuamente.

Esse desenho de pesquisa foi estruturado através de uma abordagem quantitativa de análise de séries temporais. Dentre os modelos estatísticos existentes, optou-se pelos Vetores Autorregressivos (VAR), cujas propriedades melhor se adequam tanto às características dos dados utilizados, quanto às teorias adotadas e à pergunta de pesquisa. No entanto, a estimação desses modelos não favorece a tese de que haja compatibilidade mínima no uso da taxa de juros como instrumento de política pública para controlar a inflação.

4.1 Metodologia

4.1.1 Dos indicadores utilizados

Como mencionado na introdução, a relação entre a política de estabilização do BCB e o nível geral de preços é inquirida a partir de duas métricas distintas. Nomeadamente, tem-se o IPCA, que se limita a itens de varejo, e o IGP-DI, que atribui maior peso aos preços de atacado. A vantagem de inseri-las alternadamente no modelo é buscar identificar se o padrão de relação entre juros de curto prazo e inflação se mantém ao valer-se de índices alternativos, tendo-se uma melhor dimensão da suposta consistência da política pública que se pretende verificar. O IPCA compõe a análise principal, pois o BCB se baseia nos preços de varejo e o IGP-DI desempenha a função de direcionar a investigação para produtos sensíveis ao câmbio.

No quadro 4.1, as séries históricas constituintes dos modelos são apresentadas, atribuindo-se uma notação para cada uma e destacando o sentido esperado da covariação³⁹, além de suas respectivas fontes dos dados.

³⁹ Esse é um termo empregado para designar a variação simultânea entre duas variáveis (KELLSEDT e WHITTEN, 2018). Por si só, a covariância não implica causalidade, apenas demonstra se dois fenômenos mantêm, de fato, uma relação entre si. Na análise de séries temporais, trata-se de identificar, historicamente, se as variáveis evoluem no mesmo sentido ou em direção oposta.

Quadro 4.1 Séries temporais empregadas no estudo

Indicador	Notação	Relação esperada*	Fonte dos dados
IPCA (Livres)	π	-	Banco Central do Brasil (BCB)
IGP-DI	φ	-	Ipeadata
SELIC	i	Negativa	<i>Bank for International Settlements</i> (BIS)
SELIC em primeira diferença	j	Negativa	-

* Tomando a variável de inflação como referência.

Fonte: Elaboração própria.

Em se tratando de análise de séries temporais, uma condição comum para a estimação de seus modelos é que as variáveis sejam estacionárias (MORETTIN e TOLOI, 2006). Séries históricas estacionárias são, em um primeiro momento, caracterizadas pela ausência de uma tendência duradoura e perceptível, seja ela de crescimento ou de decrescimento. Não obstante, é necessário que a distribuição de dados apresente estabilidade ao longo de sua trajetória, pois mesmo uma série não-estacionária pode apresentar ausência de tendência em alguns intervalos. Se esse pressuposto é satisfeito, assume-se, portanto, que os resultados do modelo são generalizáveis para todo o período analisado, não sofrendo viés de intervalos caracterizados por padrões erráticos. Visualmente, séries temporais estáveis assemelham-se aos sinais de um eletrocardiograma, quando ordenados em gráfico de linha.

Em seu turno, simplesmente observar os dados graficamente não autoriza constatar que um indicador se encontre em estacionariedade, apesar de tendências serem visualmente perceptíveis em alguns casos. Por essa razão, uma forma de identificar a não-estacionariedade é realizando um Teste de Raiz Unitária, mediante o qual se põe à prova a hipótese de que a variável possui uma raiz unitária, isto é, que a série é instável. Entre as ferramentas disponíveis para detectá-la, optou-se pelos testes Dickey-Fuller Aumentado e Phillips-Perron.

Conforme a tabela 4.1, o teste identificou raiz unitária apenas na SELIC em sua forma original. Embora os juros a curto prazo sejam estacionários a 95% de confiança, o mesmo não é verdadeiro a 99% de confiança. Já na tabela 4.2, as decisões do BCB não se mostraram estacionárias sequer a 95%. No entanto, os resultados também demonstram que a SELIC torna-se estacionária quando se aplica a primeira diferença⁴⁰. Disso, conclui-se que o IPCA, o IGP-

⁴⁰ Conforme antecipado no primeiro capítulo, é o processo de remover uma tendência mediante subtração dos valores correntes de uma série por seus respectivos valores de um período imediatamente anterior.

DI e alterações na taxa de juros em relação a um mês anterior (isto é, a SELIC em primeira diferença) são dados adequados para realizar a modelagem estatística.

Vale salientar que, para todos os testes, empregam-se apenas informações correspondentes ao mês de junho de 1999 em diante. Dados anteriores como abril e maio não são computados pois a distribuição da taxa SELIC expressa números excessivamente discrepantes nestes dois períodos, o que enviesaria as técnicas de estimação.

Tabela 4.1 Testes de raiz unitária Dickey-Fuller Aumentado (incluindo tendência e constante)

Variável	Defasagem máxima ⁴¹	Estatística de teste	Valor crítico (99%)	Valor crítico (95%)	Observações
π	1	-6,51	-3,99	-3,43	245
φ	1	-6,93	-3,99	-3,43	245
i	3	-3,92	-3,99	-3,43	243
j	2	-5,02	-3,99	-3,43	244

Fonte: Elaboração própria com dados de BCB, BIS e Ipeadata.

Tabela 4.2 Testes de raiz unitária Phillips-Perron (incluindo tendência e constante)

Variável	Newey-West Lags	Estatística de teste	Valor crítico (99%)	Valor crítico (95%)	Observações
π	1	-82,23	-28,37	-21,28	246
φ	1	-85,65	-28,37	-21,28	246
i	3	-10,36	-28,37	-21,28	246
j	2	-112,19	-28,37	-21,28	246

Fonte: Elaboração própria com dados de BCB, BIS e Ipeadata.

4.1.2 Modelos autorregressivos

A leitura sistemática dos dados, ajustando-os a parâmetros que mensurem padrões em seu comportamento, é aqui realizada por meio de modelos de regressão estatística. Basicamente, esse tipo de análise tem como prerrogativa identificar como a variação de um fenômeno mensurável responde pela variação de outros, estabelecendo relações entre os indicadores e, quando muito, revelando nexos de causalidade. A regressão estatística também

Ou seja: $X_t - X_{t-1}$.

⁴¹ A defasagem máxima foi escolhida conforme o Critério de Informação Bayesiano (SBIC), impondo um limite de quatro defasagens. Essa especificação determina quantos meses pregressos o teste vai levar em conta para classificar se há ou não há tendência garantindo-se que a parcimônia seja respeitada.

pode estar relacionada à inferência: quando se estuda a relação entre variáveis para uma amostra com a intenção de generalizar os achados empíricos para toda a população que lhe subjaz. Posto de outra forma, essas ferramentas de análise permitem observar como a variação de certo conjunto de fatores (variáveis independentes ou exógenas) explica a variação em um determinado fenômeno (variável endógena ou dependente).

Nesta pesquisa em particular, são empregados modelos autorregressivos. Tais construtos estatísticos permitem estimar como valores defasados no tempo de uma variável (*lags*), em média, condicionam a variação de seus valores correntes (GUJARATI e PORTER, 2011). Em outras palavras: como um fenômeno é afetado por sua própria trajetória pregressa. Esse gênero de análise é oportuno por se tratar de um estudo longitudinal: não há variação espacial nos dados, pois apenas a política do Brasil está sendo investigada. Logo, sua variação é apenas temporal.

A natureza do objeto de estudo também ressalta a importância dessa estratégia metodológica, pois não se espera que mudanças na política pública do BCB tenham efeito imediato sobre o nível de preços. Gujarati e Porter (2011, p.618-9) sugerem alguns fatores responsáveis pela existência de defasagens na dinâmica dos fenômenos sociais. Por exemplo, os indivíduos levam tempo para se adaptarem psicologicamente a novas condições ou para responder a determinados estímulos. Assim, antes de se depararem com mudanças na política pública de juros, os atores sociais já possuem preferências, hábitos e expectativas de investimento e consumo pré-definidos que retardam sua reação. A chamada inércia inflacionária também pode ser interpretada nestes termos, pois o nível de preços também é sensível à sua própria trajetória, dado que os brasileiros encarecem seus produtos quando sentem sua renda ameaçada por alguma elevação de preços (CARVALHO, 2018). Há também razões institucionais: a taxa básica de juros estipulada em reuniões do BCB surge inicialmente como uma meta, mas só se concretiza, na prática, a partir de uma série de operações realizadas pela instituição (conforme destacado no capítulo 02).

Em sua forma pura⁴², modelos autorregressivos (AR) podem ser formalizados da seguinte maneira:

$$X_t = \sum_{i=1}^k \alpha_i X_{t-i} + \gamma + \varepsilon \quad [4.1]$$

⁴² A rigor, qualquer modelo pode ser caracterizado como autorregressivo se a variável dependente for atrasada no tempo e incluída entre as variáveis explicativas (GUJARATI e PORTER, 2011). A equação [1] apenas demonstra um tipo puro de AR univariado.

Em que X_t corresponde à variável que se deseja explicar em função de suas próprias defasagens X_{t-i} . O termo α_i , por sua vez, caracteriza os parâmetros da função. Ou seja: mensura a dimensão e o sentido do efeito de um aumento unitário de um atraso (X_{t-i}) sobre os valores correntes da variável dependente (X_t). Mais importante, a notação k define o número máximo de *lags* com que se trabalha. Este é um ponto essencial em modelagem autorregressiva, pois não é interessante utilizar um número muito grande de períodos defasados na análise uma vez que: (1) quanto mais distantes no tempo, menos explicativos são os *lags*; (2) a ordem de defasagem corresponde a uma perda de observações, encolhendo a série histórica e (3) corre-se o risco de haver muitos parâmetros e poucas observações, demandando que o modelo forneça mais explicação do que é capaz de dar, tendo em vista a insuficiência de informações necessárias para tal⁴³. Finalmente, γ refere-se à constante (valor assumido por X_t se os demais termos fossem nulos) e ε equivale ao termo de erro (parcela da variação de X_t que o modelo é incapaz de explicar, denotando o nível de imprecisão da análise).

No entanto, este trabalho não se interessa apenas no efeito autorregressivo da inflação e da política pública de juros, mas sobretudo na covariação entre esses dois fenômenos. Portanto, optou-se pela utilização de modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) simples, que ultrapassam os limites da equação [4.1] permitindo trabalhar, no máximo, com duas séries históricas. Essa estratégia se caracteriza basicamente pela estimação simultânea de uma equação para cada variável inserida, mensurando como as duas séries se afetam reciprocamente no tempo, com base nas defasagens de cada uma. Dada essa configuração, o teste não faz a distinção habitual entre variáveis dependentes e independentes, isto é, ambas as distribuições temporais são tratadas como endógenas e interdependentes (GUJARATI e PORTER, 2011)⁴⁴. Por essa razão, estimar um VAR traz resultados distintos de outras variantes de modelo AR, apesar de que, nos dois casos, os parâmetros possam ser estimados com o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) (RUNKLE, 1987)⁴⁵.

De um lado, esse aspecto implica menos restrições teóricas na construção do modelo, de outro, não permite estabelecer facilmente uma relação clara de causalidade. Em uma leitura mais otimista, a indistinção entre variáveis endógenas e exógenas limita a arbitrariedade do pesquisador no momento de construir seus modelos (SIMS, 1980). Porém, em um estudo

⁴³ Em linguagem estatística, haveria poucos graus de liberdade.

⁴⁴ Não confundir com o modelo de equações simultâneas, no qual a interdependência se dá entre equações de regressão diferentes e em que persiste a discriminação teórica entre fatores endógenos e exógenos (GUJARATI e PORTER, 2011).

⁴⁵ Esse método é comumente utilizado para calcular os coeficientes em diversos tipos de modelos lineares, mas não representa a única etapa na estimação.

seminal de David Ruckle (1987), também ficaram demonstradas algumas fragilidades dos modelos VAR em realizar previsões com base nas séries históricas. Ao estimar intervalos de confiança⁴⁶, este autor notou que muitas previsões podem ser insignificantes ou simplesmente muito incertas. Ruckle conclui seu artigo afirmando que o “VAR pode deixar os dados falarem por si mesmos, mas os dados não estão falando muito alto”⁴⁷ (*Ibid.*, p.442).

Outros argumentos em favor do modelo destacam sua importância para a compreensão de processos políticos. Freeman, Williams e Lin (1989) sustentam essa percepção enfatizando que modelos VAR podem incorporar aspectos endógenos à análise de políticas públicas. Isso está em sintonia fina com a abordagem Tinbergen-Hood proposta no capítulo 2, pois a política de juros (instrumento efetor) não é pré-determinada. Pelo contrário: seu comportamento reage às informações que a sua respectiva agência obtém sobre a situação dos preços na sociedade. Por sua vez, à medida em que a SELIC for capaz de influenciar o crescimento dos preços, isso também afetará as informações que chegam ao Banco Central e assim sucessivamente⁴⁸. (Conforme a figura 2.1) Por fim, Freeman, Williams e Lin consideram esse modelo de grande utilidade para a construção de teorias na Ciência Política, apesar de serem céticos de que as evidências empíricas, por si só, sejam capazes ostracizar algumas abordagens teóricas em favor de um paradigma único na disciplina.

Quanto à questão da causalidade, a rigor, a análise causal entre séries temporais exige uma série de pressuposições estatísticas a serem levadas em consideração. Por exemplo, as distribuições devem estar cointegradas em uma ordem igual ou maior que $I(1)$ (GUJARATI e PORTER, 2011), o que não é o caso deste trabalho. Tal ordem refere-se ao número de vezes que uma série deve passar pelo tratamento da primeira diferença para que problemas de tendência sejam suficientemente mitigados. Enquanto a SELIC está integrada em ordem 1, a inflação já é estacionária naturalmente, logo, a relação entre as duas não passa pelo primeiro critério para identificar cointegração. Mas tanto esse detalhe, quanto as observações de Ruckle não anulam a utilidade do VAR simples na prática, apenas limitam o escopo de sua interpretação. E parafraseando uma afirmação supostamente atribuída ao estatístico George Box: “Todos os modelos são errados, mas alguns são úteis”⁴⁹ (apud KELLSTEDT e WHITTEN, 2018, p.246).

⁴⁶ À época, essa ainda não era uma prática bem consolidada nas previsões do VAR.

⁴⁷ “*VAR’s may let the data speak for themselves, but the data are not talking very loudly*”.

⁴⁸ Isso não significa que toda fonte de endogeneidade está sendo controlada, como é o caso das “condições sob as quais [as instituições] emergem e perduram” (PRZEWORSKI, p.527). Mas o propósito deste trabalho é menos ambicioso que isso.

⁴⁹ “*All models are wrong, but some are useful*”.

Pelas mesmas razões mencionadas, essa modalidade de pesquisa distingue-se de outro construto estatístico baseado em atrasos: os modelos com defasagens distribuídas. Essa metodologia de pesquisa trabalha com a distinção entre variáveis endógena e exógena, de modo que a variável independente é incluída tanto em seu valor corrente (X_t) quanto em seus valores defasados ($\sum_{i=1}^k X_{t-i}$) (GUJARATI e PORTER, 2011). No entanto, tal modalidade não permite responder aos problemas aqui levantados: a saber como a política pública do BCB e o nível de preços covariam de forma interdependente. Além de que não é interessante incluir uma variável em valor corrente partindo da suposição de que as decisões realizadas pelo BCB não têm efeito imediato.

A título de demonstração, o par de equações 4.2 ilustra a estrutura de um modelo VAR genérico. Como se pode observar, além de se estimarem duas equações, outra diferença em relação ao AR puro pode ser identificada na adoção de uma nova bateria de parâmetros β_i , correspondentes ao efeito vetorial, que capta precisamente o comportamento de uma série em relação às defasagens da outra.

$$\left. \begin{aligned} X_t &= \sum_{i=1}^k \alpha_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_i Y_{t-i} + \gamma + \varepsilon \\ Y_t &= \sum_{i=1}^k \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{t-i} + \gamma + \varepsilon \end{aligned} \right\} \quad [4.2]$$

Conhecendo as propriedades do VAR e os indicadores a serem empregados (quadro 4.1), resta selecionar a ordem de defasagem máxima para modelar adequadamente a relação entre a política pública do Banco Central e o nível de preços. Isso pode ser feito consultando critérios de informação: artifícios que estimam o número ideal de defasagens com base nos dados utilizados. Os pares de equações 4.3 e 4.4 correspondem, respectivamente, aos modelos 1 e 2 na tabela 4.2. Optou-se por seguir a recomendação do critério SBIC por expressar um valor mais baixo, favorecendo uma análise parcimoniosa. Como mencionado na introdução, os resultados dos modelos só se aplicam *stricto sensu* ao período de agosto de 1999 em diante, pois o uso de duas defasagens se dá ao custo das duas observações iniciais das séries históricas (junho e julho).

$$\left. \begin{aligned} \pi_t &= \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 \pi_{t-2} + \beta_1 j_{t-1} + \beta_2 j_{t-2} + \gamma + \varepsilon \\ j_t &= \alpha_1 j_{t-1} + \alpha_2 j_{t-2} + \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_{t-2} + \gamma + \varepsilon \end{aligned} \right\} \quad [4.3]$$

$$\left. \begin{aligned} \varphi_t &= \alpha_1 \varphi_{t-1} + \alpha_2 \varphi_{t-2} + \beta_1 j_{t-1} + \beta_2 j_{t-2} + \gamma + \varepsilon \\ j_t &= \alpha_1 j_{t-1} + \alpha_2 j_{t-2} + \beta_1 \varphi_{t-1} + \beta_2 \varphi_{t-2} + \gamma + \varepsilon \end{aligned} \right\} \quad [4.4]$$

Tabela 4.3 - Seleção de defasagens VAR (com constante e limite de quatro lags)

Critérios de Informação				
Modelo	Akaike (AIC)	Hannan-Quinn (HQIC)	Bayesiano (SBIC)	Observações
Modelo 1	4	2	2	243
Modelo 2	4	2	2	243

Fonte: Elaboração própria com dados de BCB, BIS e Ipeadata.

Conforme mencionado na introdução, esta pesquisa trabalha com duas hipóteses de pesquisa. Ambas supõem que as variáveis de política pública de juros e inflação covariam negativamente, mas diferem-se pelo indicador de nível de preços utilizado: um para varejo (IPCA) e outro atribuindo maior peso a produtos do atacado (IGP-DI); sendo sua diferença não apenas métrica, mas sobretudo qualitativa. Essa mesma distinção foi levada em consideração na diferenciação dos modelos aqui estruturados, pois foram formulados cada qual para responder uma das hipóteses (H_1 e H_2 , respectivamente). Finalmente, seus resultados podem ser encontrados a seguir.

4.2 Resultados empíricos

Nesta seção, a consistência do principal instrumento governamental de estabilização de preços é explorada mediante descrição de dados e análise empírica através de modelos de regressão. Inicialmente, promove-se uma breve discussão a respeito de como as decisões do BCB e a taxa de inflação acumulada de 12 meses evoluíram ao longo das duas últimas décadas. Em seguida, interpretam-se os parâmetros estimados para os modelos [1] e [2] introduzidos na seção passada. Por último, realizam-se previsões sobre a relação entre as séries históricas de inflação e SELIC

4.2.1 *Análise exploratória dos dados*

No gráfico 4.1, dados de SELIC e IPCA podem ser visualizados em linha, permitindo uma breve exploração de como as séries evoluem no tempo. Em virtude de uma exposição mais intuitiva, o indicador de inflação utilizado, neste gráfico, é o IPCA acumulado de 12 meses, incluindo tanto preços livres quanto administrados. Ou seja, difere-se do IPCA utilizado na modelagem do VAR. A taxa de desemprego de fim período foi adicionada para que se acompanhem algumas menções que lhe são feitas ao longo do texto, mas vale também destacar a importância que a literatura lhe atribui, dado que um menor consumo pelas famílias costuma ser associado a uma aceleração menor dos preços.⁵⁰ Tal relação é comumente referenciada na Curva de Phillips, como mencionado na introdução.

À primeira vista, observa-se que os juros de curto prazo e o IPCA apresentam um padrão semelhante em alguns intervalos de tempo. Nos dois primeiros anos, o comportamento de ambas as variáveis não aparenta demonstrar nenhuma correspondência clara: é até curioso que o Banco Central tenha reduzido continuamente a SELIC entre 1999 e 2000 a despeito de a taxa de inflação ter se elevado durante esses meses. Já a partir de 2002, as tendências de aumento e redução da SELIC e do IPCA parecem coincidir na mesma direção, com alguma defasagem. Por exemplo, a SELIC sai de 18%, em julho de 2002, para atingir um pico de 26,5% em maio de 2003. Por sua vez, o IPCA sai de 7,46%, em agosto de 2002, para 17,24% em maio de 2003. Isso sugere uma covariação positiva, apesar de que isso só possa ser rigorosamente testado com um modelo estatístico. Comportamentos semelhantes ocorrem em 2005, 2008, 2011 e 2016, quando se podem discernir picos em ambas as variáveis. Mais claramente em 2005 e 2008, o aumento da SELIC parece ter sido precedido de um aumento no IPCA em alguns meses anteriores, indicando uma resposta defasada do BCB.

Emblematicamente, em 2013, o Banco Central iniciou uma escalada contínua e duradoura da taxa SELIC, atingindo o patamar nominal mais alto da década, em julho de 2015. Ao longo de 2013, enquanto os juros de curto prazo aumentavam, houve uma leve redução dos preços agregados, o que pode ser devido, neste caso, ao represamento de preços administrados pelas estatais, durante o primeiro mandato de Dilma Rousseff. A partir de 2014, no entanto, uma elevação mais tímida do IPCA pode ser observada, seguida de uma aceleração mais acentuada em 2015, atingindo o pico de 10,71% no início de 2016, sendo o mais alto desde 2003. Concomitantemente, os preços administrados permaneciam se elevando, dando-se

⁵⁰ Os dados de juros, inflação e desemprego são provenientes, respectivamente, do BIS, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e do Fundo Monetário Internacional (FMI).

destaque aos reajustes de 2015, que representaram 39,54% da inflação naquele ano (CARVALHO, 2018, p.68).

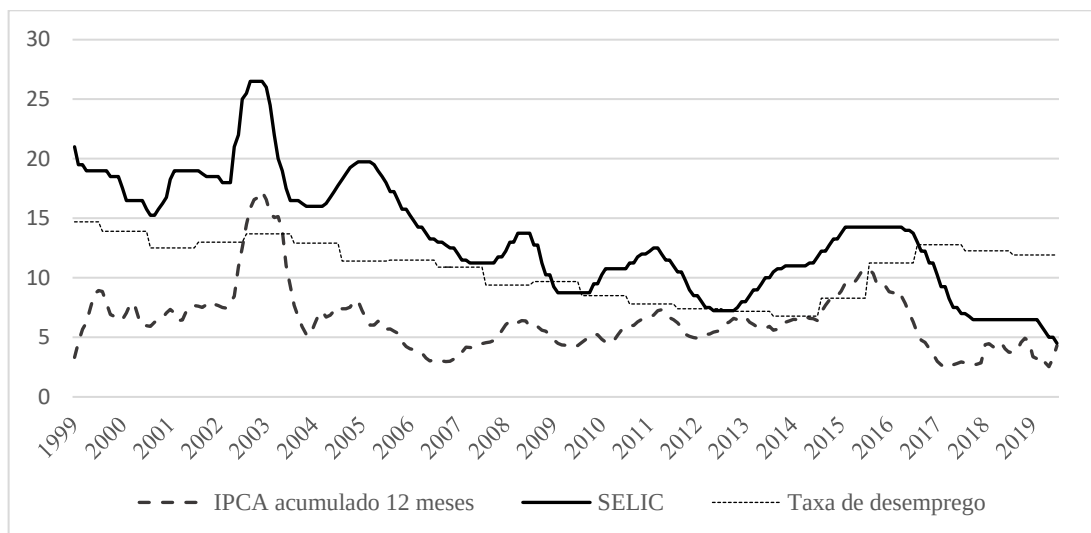
Controversamente, o BCB reagiu a um aumento da inflação liderado pela elevação dos preços administrados com um choque positivo de juros. A controvérsia está no fato de que tal decisão não soa muito justificável em termos teóricos. A elevação dos juros de curto prazo tem como objetivo desaquecer o consumo, uma vez que torna o crédito mais caro, mas isso não é suficiente para reduzir preços definidos por estatais brasileiras. De fato, é sugestivo que não tenha havido inflação de demanda no período, mas sim uma inflação de oferta (BELLUZZO e GALÍPOLO, 2017). Mesmo sob a hipótese de que uma tensão de custos contaminasse os demais preços, não é tão evidente que medidas restritivas solucionassem o problema. A partir de 2014, é notório perceber que o desemprego começou a aumentar continuamente⁵¹ em decorrência de uma crise econômica que se gestava, o que por si só já reduzia o consumo familiar. Sobre esse padrão de condução da política do Banco Central, em 2015, Belluzzo e Galípolo (2017, p.132) questionam:

Como é possível a lógica, a recomendação de uma política monetária que se dedica a arrefecer a demanda de modo a conter a inflação, e a constatação de que a economia brasileira e, portanto, o consumo de bens de produção e consumo, está encolhendo (recessão)?

Tendo atingido o ápice em 2016, o IPCA sofreu uma queda brusca em 2017, que foi acompanhada por uma redução contínua nos juros de curto prazo. Com o expressivo aumento da taxa de desemprego, e passado o choque dos preços administrados, pode-se levantar a hipótese de que a inflação acumulada tenha se reduzido em função de uma perda dramática no poder de consumo das famílias. Por fim, a SELIC se estabilizou em março de 2018 e voltou a cair na segunda metade de 2019. Simultaneamente, houve uma variação moderada nos preços.

⁵¹ A taxa de desemprego saltou de 6,8% em 2014 para 8,3% em 2015, com aumentos consecutivos nos anos seguintes.

Gráfico 4.1 Séries temporais da SELIC, do IPCA acumulado e da taxa de desemprego de fim de período (jun./1999-dez./2019)



Fonte: Elaboração própria com dados de BIS, FMI e IBGE.

Essa breve apresentação permite identificar que, a rigor, nem sempre o BCB toma as decisões esperadas, tendo como base a inflação pregressa, assim como nem sempre a aceleração dos preços parece responder “corretamente” à política. No primeiro caso, não significa necessariamente que haja uma inconsistência, isso pode se dar por uma antecipação de aumento inflacionário pelas autoridades monetárias, o que só poderia ser averiguado com um estudo atento das atas de suas reuniões. No segundo caso, isso pode se dever ao fato de que o IPCA empregado no gráfico 6.1 inclui preços administrados. Por outro lado, não se pode deixar de notar como, em algumas circunstâncias, o início do aumento contínuo no nível de preços surge após um aumento anterior da SELIC (como em 2002).

4.2.2 Estimando os parâmetros dos modelos VAR

Para testar as hipóteses de pesquisa H_1 e H_2 , estimam-se dois modelos VAR, buscando captar a dimensão e a direção da covariação entre as mudanças na SELIC pelo BCB (j) e seu objeto de intervenção pública. Cada modelo corresponde a uma operacionalização distinta da segunda variável: o primeiro se utiliza do IPCA (π) para itens livres; enquanto o segundo emprega o IGP-DI (φ). Os resultados de ambas as estimações se encontram na tabela 4.4.

Conforme se apresenta adiante, em geral, ambas as hipóteses não encontram subsídio empírico forte, sugerindo que o instrumento governamental empregado pelo BCB carece de

consistência em face de seu objetivo. No modelo 1, a covariação entre IPCA e SELIC é positiva. Como observado na primeira coluna, estima-se que o aumento de 1% nos juros esteve, em média, associado ao aumento de 0,10% na inflação no mês posterior. Inversamente, o aumento unitário do IPCA contribui com 0,42% da variação da SELIC no mês seguinte, o que indica que o BCB, de fato, costuma reagir a choques inflacionários aumentando a taxa básica de juros. Já a relação do IPCA defasado em dois meses com as decisões correntes do BCB não é estatisticamente relevante a 90% de confiança. Isto é, a hipótese nula (H_0) de que o efeito seja diferente de zero não foi rejeitado a um nível convencional de confiança.

A esse respeito, vale comentar que nenhum teste apresenta resultados com 100% de precisão. No campo da estatística, convencionaram-se aceitar apenas análises que possam ser subsidiadas num intervalo de 90% a 99% de confiança (a depender do contexto). Assim, “mesmo quando a hipótese [de pesquisa] tem uma vantagem de 80-20 sobre a hipótese nula, a maioria dos cientistas ainda irá favorecer a hipótese nula. Por quê? Porque os cientistas estão muito preocupados com a possibilidade de equivocadamente rejeitá-la [...]”⁵² (KELLSTEDT e WHITTEN, 2018, p.5, adaptações próprias).

As duas relações enfatizadas até aqui são vetoriais, porque refletem a interdependência entre as séries históricas, mas também é possível encontrar evidência para um comportamento autorregressivo no Modelo 1. O aumento de 1% do IPCA corresponde a 0,7% a mais de inflação no período seguinte, denotando inércia dos preços. De maneira contraintuitiva, os preços correntes têm associação inversa com os preços de dois meses atrás, mas com uma significância muito baixa (90%). Já as mudanças realizadas pelo BCB são positivamente condicionadas por alterações pregressas na própria SELIC. Por um lado, isso caracteriza uma política pública incremental, dado que a sua execução não é discricionária, mas baseada em decisões anteriores (cf. LINDBLOOM, 1959). Por outro lado, demonstra uma disposição conservadora do BCB, pois há uma tendência em elevar a SELIC, talvez pelo receio constante de que os preços se elevem mais que o desejável.

No segundo modelo, os padrões encontrados são semelhantes em alguns aspectos. Contudo, o IGP-DI responde positivamente ao aumento da SELIC de um mês anterior e negativamente a mudanças de dois meses anteriores. Tomando esses dados em sentido literal, pode-se interpretar que a política pública é inflacionária no curto prazo, mas que tende a reduzir

⁵² “Even when the hypothesis has an 80-20 edge over the null hypothesis, most scientists will still favor the null hypothesis. Why? Because scientists are very worried about the possibility of falsely rejecting the null hypothesis”.

preços de atacado no intervalo de dois meses⁵³. Também, por essa métrica de preços, o BCB é sensível à inflação de um mês anterior, mas a sensibilidade aos preços de dois meses anteriores tem pouca significância estatística.

Quanto ao ajuste das estimações, as equações explicam a variação nos dados em torno de 40% e 50% como demonstra o R^2 , havendo melhor desempenho do segundo modelo. De fato, neste último, há maior incidência de parâmetros estatisticamente significantes.

Tabela 4.4 Estimação dos modelos VAR 1 e 2 (ago./1999-dez./2019)

Estimadores	Modelo 1		Modelo 2	
	π	j	φ	j
γ	0,21*** (0,034)	-0,17*** (0,053)	0,24*** (0,052)	-0,15*** (0,038)
π_{t-1}	0,70*** (0,066)	0,42*** (0,102)	----	----
π_{t-2}	-0,11* (0,068)	-0,12 (0,105)	----	----
j_{t-1}	0,10** (0,040)	0,30*** (0,062)	0,23*** (0,083)	0,26*** (0,061)
j_{t-2}	0 (0,037)	0,26*** (0,058)	-0,17** (0,075)	0,27*** (0,056)
φ_{t-1}	----	----	0,75*** (0,063)	0,16*** (0,046)
φ_{t-2}	----	----	-0,12* (0,066)	0,06 (0,048)
R^2	0,47	0,40	0,50	0,42
Observações	245	245	245	245

Fonte: Elaboração própria com dados de BCB, BIS e IPEADATA.

Nota: * p-valor < 0,1; ** p-valor < 0,05; *** p-valor < 0,01. Erro-padrão entre parênteses.

4.2.3 Pós-estimação dos modelos

Apesar das limitações levantadas a respeito da realização de previsões a partir de modelos VAR, este é um componente fundamental da análise, permitindo visualizar aspectos da modelagem que os coeficientes não podem representar (GUJARATI e PORTER, 2011).

⁵³ Devido à dificuldade de interpretar um comportamento dessa natureza, um dos procedimentos de escolha da ordem de defasagem sugere que a ocorrência de inversão de sinal nos coeficientes deva constituir critério para interromper a adição de novos *lags* (ALT, 1942 apud GUJARATI e PORTER, 2011, p.620), mas essa não é a interpretação adotada aqui.

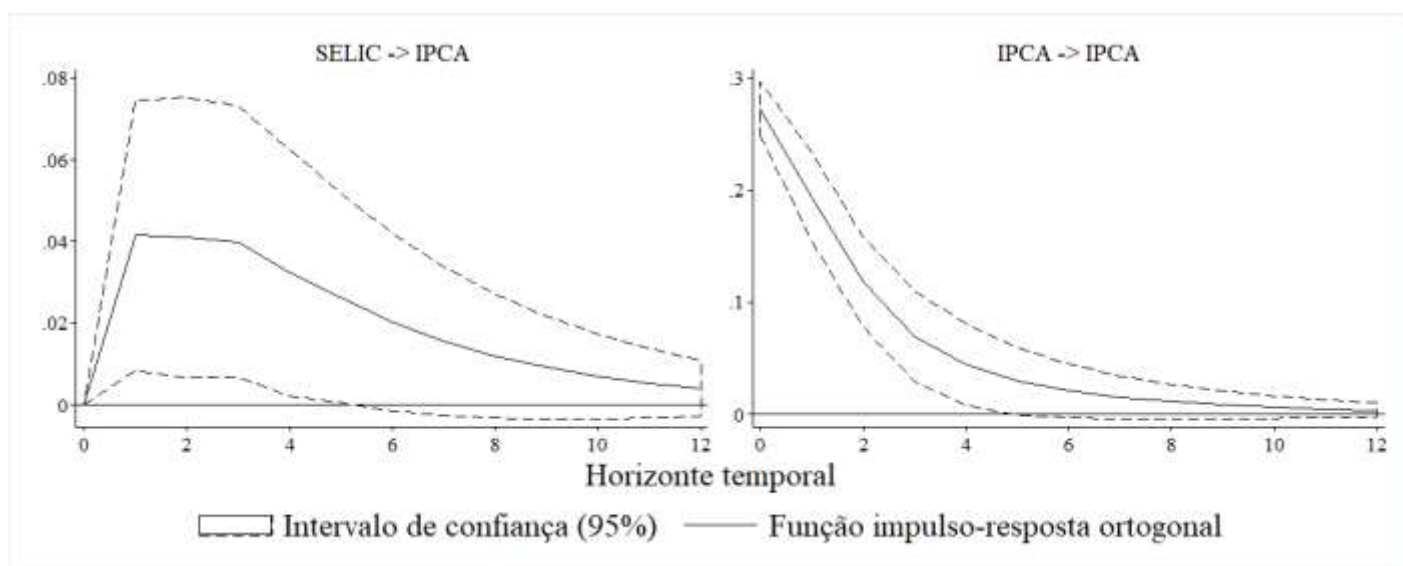
Aqui, dois dispositivos estatísticos se fazem pertinentes. Primeiramente, tem-se a função impulso-resposta, que estima o quanto uma série histórica se relaciona ao aumento contemporâneo e brusco de outra variável, e como esse choque seria absorvido ao longo do tempo. Em segundo lugar, emprega-se a decomposição da variância da previsão de resíduos, desempenhando um papel similar, porém estimando o quanto da variação de um indicador se deve à variação de outro em termos percentuais.

No par de gráficos 4.2, são calculadas funções impulso-resposta para o Modelo 1 com um horizonte temporal de 12 meses à frente recorte temporal dos dados⁵⁴. À esquerda, a linha sólida indica que o IPCA eleva-se em pouco mais 0,04% no primeiro mês após um aumento brusco da SELIC. Essa reação se mantém estável até o terceiro mês, quando começa a declinar. Embora, até o último período da previsão, a linha sólida não tangencie o valor nulo do eixo vertical, o intervalo de confiança cruza o valor de zero por volta do quinto mês. Ou seja, do ponto de vista da significância estatística, a reação do IPCA a um choque na SELIC torna-se nula nesse período. Já as bandas superior e inferior do intervalo de confiança são consideravelmente largas, sugerindo que a relação entre essas duas variáveis é frágil.

O gráfico à direita, por sua vez, indica inércia inflacionária, na medida em que o IPCA se eleva imediatamente (quase 0,3%) a um choque de si mesma. Levando em conta o intervalo de confiança, pode-se afirmar que os preços demoram pouco mais quatro meses para diluir um aumento sofrido no marco 0.

⁵⁴ O período 0 é quando ocorre o choque, tratando-se da relação contemporânea entre as variáveis. Os demais períodos refletem como esse choque é absorvido ao longo do tempo.

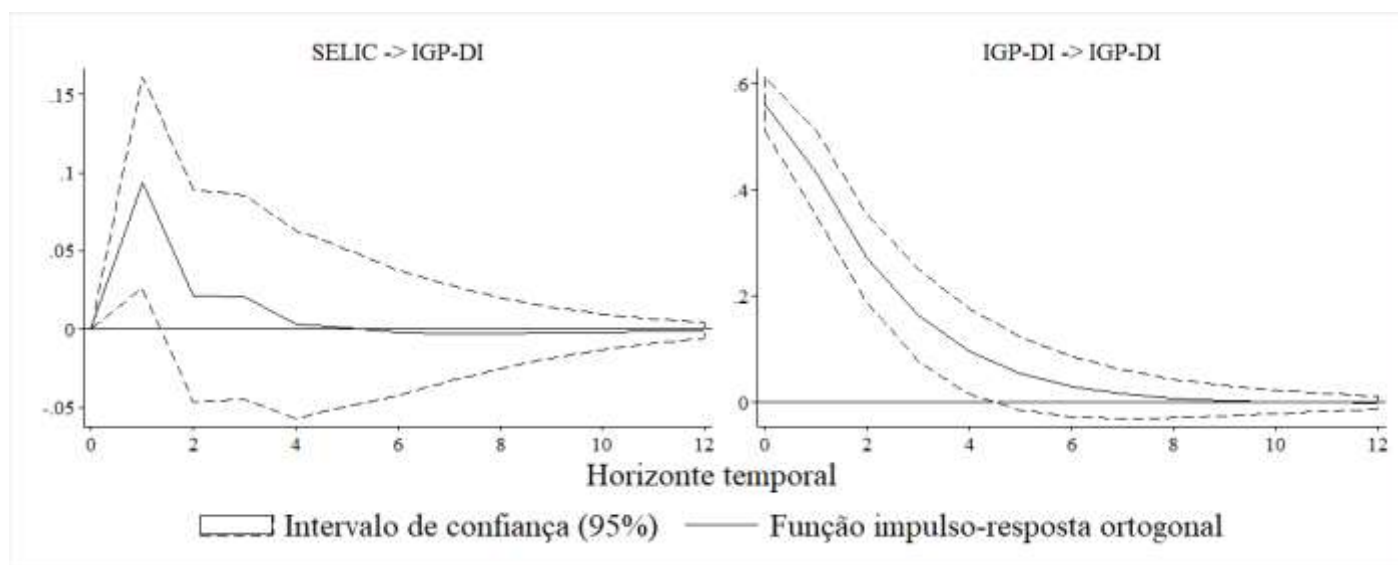
Gráfico 4.2 Funções impulso-resposta do IPCA com previsão de 12 meses



Fonte: Elaboração própria com dados de BCB, BIS e IPEADATA.
Impulso: SELIC e IPCA. Resposta: IPCA.

Já no par de gráficos 4.3, encontram-se funções impulso-resposta para o segundo modelo. A reação do IGP-DI a alterações na SELIC se mostra estatisticamente irrelevantes logo após o primeiro mês, como demonstrado por seu intervalo de confiança, que tangencia o eixo de zero. O efeito autorregressivo da inflação, em seu turno, apresenta um padrão muito semelhante àquele observado no gráfico 4.2: o IGP-DI se eleva imediatamente a um choque de si mesmo, mas esse efeito se normaliza em quatro meses.

Gráfico 4.3 Funções impulso-resposta do IGP-DI com previsão de 12 meses



Fonte: Elaboração própria com dados de BCB, BIS e IPEADATA.
Impulso: SELIC e IGP-DI. Resposta: IGP-DI.

Na tabela a seguir (4.5), analisa-se a variância dos erros da inflação, mediante o procedimento Decomposição da Variância do Erro de Previsão (FEVD⁵⁵). A partir de sua estimação, pode-se identificar, proporcionalmente, o quanto da variância de um indicador se deve a si mesmo, e o quanto pode ser atribuído a outro indicador. Essa técnica também se baseia em uma relação de impulso-resposta sob um horizonte de previsão específico.

Como se observa na tabela 4.5, quase a totalidade da variância do erro do IPCA e do IGP-DI se deve à sua própria trajetória. No primeiro mês após um choque das variáveis endógenas, o IPCA varia totalmente em função de si mesmo enquanto que, nos períodos subsequentes, sua variância começa a ser explicada marginalmente por outros fatores que não seu próprio passado. À primeira vista, a SELIC estaria gradativamente explicando parte da variação no IPCA, contudo, sua influência não é estatisticamente diferente de zero a 95% de confiança. No segundo modelo, a inércia inflacionária se mostra mais forte e a relação entre SELIC e nível de preços permanece indeterminada.

⁵⁵ *Forecast Error Variance Decomposition.*

Tabela 4.5 Decomposição da variância da inflação, em uma previsão de 12 meses e com 95% de intervalo de confiança

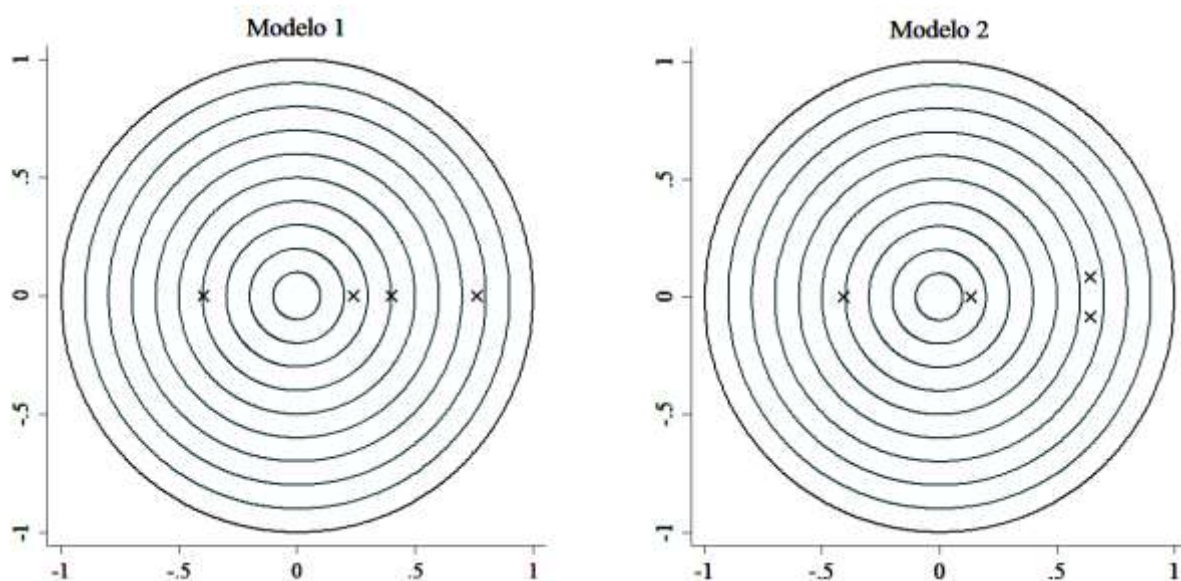
Período	Impulsos no Modelo 1		Impulsos no Modelo 2	
	π	j	φ	j
0	0%	0%	0%	0%
	(0)	(0)	(0)	(0)
1	100%*	0%	100%*	0%
	(0)	(0)	(0)	(0)
2	98,49%*	1,51%	98,29%*	1,71%
	(0,012)	(0,012)	(0,012)	(0,012)
3	97,37%*	2,62%	98,43%*	1,57%
	(0,019)	(0,019)	(0,012)	(0,013)
4	96,32%*	3,68%	98,43%*	1,57%
	(0,027)	(0,027)	(0,014)	(0,014)
6	95,21%*	4,79%	98,46%*	1,54%
	(0,037)	(0,037)	(0,014)	(0,014)
8	94,79%*	5,21%	98,46%*	1,54%
	(0,040)	(0,040)	(0,013)	(0,013)
10	94,65%*	5,35%	98,46%*	1,54%
	(0,042)	(0,042)	(0,013)	(0,013)
12	94,60%*	5,40%	98,46%*	1,54%
	(0,042)	(0,042)	(0,013)	(0,013)

Fonte: Elaboração própria com dados de BCB, BIS e IPEADATA.

* Estatisticamente significativa a 95%.

Por último, embora a hipótese de não-estacionariedade tenha sido rejeitada para as séries históricas em período corrente, resta saber se o mesmo é válido para cada indicador defasado nas equações que foram estimadas. No par de gráficos 5.4, pode-se visualizar um círculo unitário para os modelos [1] e [2]. As extremidades da circunferência mais ampla representam a existência de raiz unitária, ou seja, de não-estacionariedade. Por sua vez, cada $\times$ corresponde a uma variável endógena defasada. Como todos os quatro pontos destacados não tangenciam sequer a circunferência mais ampla, rejeita-se a hipótese de não-estacionariedade, favorecendo a suposição de que o modelo é estável.

Gráfico 4.4 Círculos de raiz unitária para os modelos 1 e 2



Fonte: Elaboração própria.

Assim, a bateria de testes realizada acima não traz evidências robustas de que o principal instrumento de estabilização de preços seja consistente. O único indício de covariação negativa entre inflação e a política do BCB se observa na relação entre IGP-DI e mudanças na SELIC com dois meses de defasagem (*cf.* Tabela 4.1), dando alguma sobrevida à hipótese H_2 . No entanto, ambas as hipóteses de pesquisa de covariação negativa não persistem aos testes de pós-estimação: a relação entre SELIC e as duas métricas de inflação aparenta ser, em grande medida, indeterminada ou positiva.

Em seu turno, a dinâmica dos preços apresenta um grau relevante de inércia. Isso levanta a suposição de que a inconsistência do uso de juros de curto prazo para estabilizar a inflação possa estar relacionada à memória que a população brasileira preserva das dramáticas experiências de hiperinflação ou a mecanismos de indexação.

A limitação dos modelos VAR simples foram mencionadas anteriormente. É uma estratégia de análise estatística caracterizada pela endogeneidade, uma vez que não se mensura isoladamente como uma variável afeta outra, não discernindo facilmente um processo de causalidade. Contudo, o estudo se baseia na interdependência entre duas séries históricas e essa estratégia está em sintonia com a síntese teórica Tinbergen-Hood. A esse aspecto, soma-se o grau de imprecisão em algumas tentativas de estabelecer previsões, o que também pode ser devido a uma relação muito baixa entre variáveis, como os pares de gráficos 4.2 e 4.3 e a tabela 4.5 sugerem.

De toda forma, a utilização de modelos estatísticos constitui um parâmetro importante na análise de políticas públicas, sobretudo para compreender sua dinâmica temporal. Mais importante, demonstrou-se que a síntese teórica Tinbergen-Hood pôde ser operacionalizada metodologicamente, tendo implicações para a disciplina de Ciência Política de maneira mais ampla. Ainda que os dados não estejam “falando tão alto” quanto se deseja (RUNKLE, 1987), sua adoção permite facilitar a interpretação da realidade observável e mesmo embasar processos de tomada de decisão.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A taxa básica de juros ocupa lugar privilegiado entre os instrumentos de política pública voltados para estabilizar o nível geral de preços no Brasil. Historicamente, essa função foi desempenhada em diversos planos de combate à inflação no país, ainda que como linha auxiliar de outras ferramentas governamentais importantes. Se com o Plano Real, os juros de curto prazo tornaram-se âncora para os preços, sua institucionalização foi aprofundada em 1999, quando passou a submeter-se ao Regime de Metas de Inflação brasileiro. Ainda que sua condução se dê sob um Banco Central com autonomia limitada, a SELIC consagrou-se como um instrumento recorrente para estabilizar a inflação através da suposta influência que exerce sobre o consumo da população.

Reconhecendo a relevância dessa intervenção governamental, o presente trabalho tratou de tomá-la como objeto de pesquisa, incorporando-a à área de Ciência Política. Nesse processo, a literatura de políticas públicas foi feita de ponto de partida, da qual se extraíram duas teorias principais que disciplinaram o olhar investigativo sobre o instrumento governamental de juros. Em especial, Tinbergen (1956) contribui com seu conceito de consistência de políticas públicas, alertando sobre a possibilidade de determinados instrumentos conduzidos pelo Estado não corresponderem a seus respectivos objetivos. Trazendo-o para o contexto desta pesquisa, pergunta-se: o instrumento empregado pelo Banco Central é compatível com seu objetivo geral de estabilizar o nível geral de preços?

Já Hood (1983), além de discorrer sobre o desempenho das políticas públicas, é conhecido por traduzir a relação entre governo e sociedade através de duas classes amplas de variáveis: instrumentos detectores e efetores. O Banco Central do Brasil utiliza a taxa SELIC como ferramenta efetora, buscando alterar o comportamento inflacionário na população. Por outro lado, suas decisões baseiam-se na mensuração desse comportamento (a saber, a taxa de inflação), cujas informações são absorvidas através dos instrumentos de detecção do Estado. Portanto, dois processos são identificados na estrutura política.

Longe de configurar mera tautologia, a perspectiva de Hood tem implicações reais para analisar a consistência da política pública de juros. Como reforçado por Sims (1980; 2011) e por Freeman, Williams e Lin (1989), a exogeneidade pura de instrumentos governamentais é questionável, sugerindo a pertinência de análises quantitativas que não só tomem o comportamento coletivo em função das políticas públicas, mas também o inverso. Logo, a análise da consistência entre instrumento de juros e seu objetivo de estabilização de preços foi

operacionalizada mediante um modelo estatístico que trata todas as variáveis como endógenas, a saber: o modelo de Vetores Autorregressivos simples.

Utilizando-o para estimar a interdependência entre séries históricas de taxa de juros e de inflação, no período de 1999-2019, duas hipóteses foram testadas. A hipótese H_1 previa que mudanças na SELIC apresentaram covariância negativa em relação à taxa de inflação de itens de varejo (IPCA). Já a segunda suposição (H_2) pressupunha basicamente o mesmo, porém levando em conta uma medida alternativa de crescimento dos preços, o IGP-DI, que atribui ênfase a preços de atacado e que integrou a pesquisa por sua sensibilidade ao dólar. Portanto, ambas as suposições pressupõem que a política de juros seja consistente.

No entanto, não se encontraram evidências suficientes para sustentar tais hipóteses. Ao analisar os parâmetros dos modelos, identificou-se que o IPCA covaria positivamente com a primeira defasagem de mudanças na SELIC e que o IGP-DI covaria tanto positiva quanto negativamente com os juros a depender da defasagem. Estimando funções impulso-resposta, por sua vez, verificou-se que a covariação foi positiva nos dois casos, mas que a relação de um aumento brusco da SELIC e os preços dura poucos meses. Finalmente, decompondo a variância das funções, revelou-se que a inflação é explicada majoritariamente por si mesma nesses modelos.

Portanto, tais resultados estatísticos não evidenciam a consistência mínima da política pública de juros executada pelo Banco Central do Brasil. Vale destacar que a pesquisa deixa muita margem para ser aprimorada metodologicamente. O modelo VAR utilizado é simples, pois lida com apenas duas séries temporais. Embora essa estratégia possa ser empregada para estudos menos ambiciosos, como é o caso, a utilização de Vetores Autorregressivos Estruturais certamente traria resultados mais precisos e favoreceria análises mais densas, tendo em vista a incorporação de mais variáveis relacionadas à variação tanto da inflação, quanto do comportamento do Banco Central.

Além disso, a conveniência da metodologia utilizada também lança luz sobre teorias políticas. O argumento de Freeman, Williams e Lin (1989) sobre a importância de modelos VAR para explorar teorias, dentro da Ciência Política, mostrou-se pertinente. De fato, tanto a construção do modelo quanto seus resultados demonstram que as abordagens de Tinbergen e Hood podem ser parametrizadas de maneira compatível. Já o comportamento incremental do Banco Central também ressalta a validade da contribuição de Lindbloom sobre como decisões correntes se baseiam em decisões passadas, ainda que os testes não possam provar que isso se deu em decorrência da racionalidade limitada.

A inflação é evidentemente um problema social dada a corrosão de renda que provoca, no entanto, o principal instrumento empregado para mitigá-la é inconsistente. Tal incoerência entre estratégias e objetivos também produz custos adicionais: por exemplo, o aumento da taxa SELIC onera o serviço da dívida pública e contribui para uma redistribuição indireta de recursos em favor dos principais detentores de títulos públicos. Isso demonstra que a análise de políticas governamentais não se esgota em questões acadêmicas, mas se reflete na própria organização da sociedade. Dadas as contradições apontadas, torna-se premente a renovação do debate público em torno da taxa de juros enquanto instrumento de política pública para estabilizar preços.

REFERÊNCIAS

- ABREU, M. P. Inflação, estagnação e ruptura: 1961-1964. In: _____. (Org.) *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Editora Campus, p. 347-385, 1990.
- ALVES, D.; SAYAD, J. O Plano Estratégico de Desenvolvimento 1968-1970. In: LAFER, B. M. (Org.). *Planejamento no Brasil*. 3. ed. São Paulo: Editora Perspectiva, 1975.
- ANDERSON, L. The implications of institutional design for macroeconomic performance: reassessing the claims of consensus democracy. *Comparative political studies*, v. 34, n. 4, p. 429-452, 2001.
- BASTIAN, E. F. O PAEG e o Plano Trienal: uma análise comparativa de suas políticas de estabilização de curto prazo. *Estudos econômicos*, v. 43, n.1, p.139-166, 2013.
- BELLUZZO, L. G.; GALÍPOLO, G. *Manda quem pode, obedece quem tem prejuízo*. São Paulo: Contracorrente, 2017.
- BRASIL. Lei nº 4.357, de 16 de Julho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências [Online]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4357.htm>. Acesso em: 21 dez. 2020.
- _____. Decreto-lei nº 2.283, de 27 de fevereiro de 1986. Dispõe sobre a instituição da nova unidade do sistema monetário brasileiro, do Seguro-Desemprego e dá outras providências. [Online]. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1980-1987/decreto-lei-2283-27-fevereiro-1986-366999-publicacaooriginal-1-pe.html>>. Acesso em: 05 jan. 2021.
- _____. Medida Provisória nº 434, de 27 de fevereiro de 1994. Dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica, o Sistema Monetário Nacional, institui a Unidade Real de Valor - URV e dá outras providências. [Online] Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/1994/medidaprovisoria-434-27-fevereiro-1994-373885-publicacaooriginal-1-pe.html>>. Acesso em: 21 jan. 2021.
- BRESSERS, H. T. A.; O'TOOLE, L. J. The selection of policy instruments: a network-based perspective. *Journal of Public Policy*, v. 18, n. 3, p. 213-239, 1998.
- BURLE, L. L. A política monetária e as taxas de juros no Plano Collor. *Análise Econômica*, v. 10, n. 18, p. 83-94, 1992.
- CARVALHO, F. et al. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- CARVALHO, L. *Valsa brasileira: do boom ao caos econômico*. Rio de Janeiro: Travessa, 2018.
- EASTON, D. An approach to the analysis of political systems. *World Politics*, v. 9, n. 3, p. 383-400, 1957.
- FREEMAN, J. R.; WILLIAMS, J. T.; LIN, T. Vector Autorregression and the study of politics. *American Journal of Political Science*, v. 33, n. 4, p. 842-877, 1989.

GIAMBIAGI, F. et al. *Economia brasileira contemporânea*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2011.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria básica*. 5. ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda., 2011.

HOOD, C. *The tools of government*. Nova Iorque: The Macmillan Press LTD, 1983.

_____. Intellectual obsolescence and intellectual makeovers: reflections on The tools of Government after two decades. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, v. 20, n. 1, p. 127-144, 2007.

HALDANE, A. Macroprudential policy in prospect. In: AKERLOF, G. et al. (Orgs.). *What have we learned? Macroeconomic policy after the crisis*. Cambridge: The MIT Press, 2014.

KELLSTEDT, P. M.; WHITTEN, G. D. *The fundamentals of political science research*. 3. ed. New York: Cambridge University Press, 2018.

KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda., 1996.

LAGO, L. A. C. A retomada do crescimento e as distorções do “milagre”: 1967-1973. In: ABREU, M. P. (Org.) *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Editora Campus, p. 347-385, 1990.

LINDBLOOM, C. E. The science of “muddling through”. *Public Administration Review*, v. 19, n. 2, p. 79-88, 1959.

_____. The market as prison. *The Journal of Politics*, v. 44, n. 2, p. 324-336, 1982.

MACEDO, R. B. M. Plano trienal de desenvolvimento econômico e social (1963-1965). In: LAFER, B. M. (Org.). *Planejamento no Brasil*. 3. ed. São Paulo: Editora Perspectiva, 1975.

MARTONE, C. L. Análise do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) (1964-1966). In: LAFER, B. M. (Org.). *Planejamento no Brasil*. 3. ed. São Paulo: Editora Perspectiva, 1975.

MARQUES, E. As políticas públicas na Ciência Política. In: MARQUES, E.; FARIA, C. A. P. (Orgs.) *A política pública como campo multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Editora Fiocruz, p. 23-46, 2013.

MCCUBBINS, M.; ROLL, R.; WEINGAST, B. Structure and process, politics and policy: administrative arrangements and the political control of agencies. *Virginia Law Review*, v. 75, n. 2, p. 431-482, 1989.

MODIANO, E. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. In: ABREU, M. P. (Org.) *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Editora Campus, p. 347-385, 1990.

MORETTIN, P. A.; TOLOI, C. M. C. *Análise de séries temporais*. 2. ed. São Paulo: Egard Blucher, 2006.

MUKHERJEE, B.; SINGER, D. A. Monetary institutions, partisanship, and inflation targeting. *International Organization Foundation*, v. 62, n. 2, p. 323-358, 2008.

- NOVELLI, J. M. N. As teorias sociológicas da inflação e o Plano Real: conflito e coalizão. *Política & Sociedade*, n. 6, p. 101-131, 2005.
- OLIVIERI, C. Política, burocracia e redes sociais: as nomeações para o alto escalão do Banco Central do Brasil. *Revista de Sociologia Política*, n. 29, p. 147-168, 2007.
- OLLAIK, L. G.; MEDEIROS, J. J. Instrumentos governamentais: reflexões para uma agenda de pesquisas sobre implementação de políticas públicas no Brasil. *Revista da Administração Pública*, v. 45, n. 6, p. 1943-1967, 2011.
- OLSON, M. *The logic of collective action: public goods and the theory of groups*. Cambridge: Harvard University Press, 2002.
- PETERS, B. G. Policy instruments and public management: bridging the gaps. Oxford: *Journal of Public Administration Research and Theory: J-PART*, v. 10, n. 1, p. 35-47, 2000.
- PRZEWORSKI, A. Institutions matter? *Government and opposition*, Cambridge, v. 39, n. 4, p. 527-540, 2004.
- RAWLS, J. B. *Uma teoria da justiça*. 3. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2008.
- RESENDE, A. L. *Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas*. São Paulo: Portfolio Penguin, 2017.
- RIBEIRO, A. Práticas de política econômica: um teste das atas do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (2003-2014). *Revista de Sociologia Política*, v. 25, n. 64, p. 99-120, 2017.
- ROSEN, H. S.; GAYER, T. *Finanças públicas*. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.
- RUNKLE, D. E. Vector autoregressions and reality. *Journal of Business & Economic Statistics*, v. 5, n. 4, p. 437-442, 1987.
- SCHMITTER, P. The design of social and political research. In: DONATELLA, D. D.; KEATING, M. (Org.). *Approaches and methodologies in the Social Sciences: a pluralist perspective*. Cambridge: Cambridge University Press, p. 263-295, 2008.
- SECCHI, L. *Políticas públicas: conceitos, esquemas de análise, casos práticos*. São Paulo: Cengage Learning, 2013.
- SIMS, C. A. Macroeconomics and reality. *Econometrica*, v. 48, p. 1-48, 1980.
- _____. Statistical modeling of monetary policy and its effects. 2011. [Online] Disponível em: <<https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2011/sims/lecture/>>. Acesso em 27 de novembro de 2020.
- TINBERGEN, J. *Economic policy: principles and design*. Amsterdam: North Holland Publishing Company, 1956.
- TRUMAN, E. M. *Inflation targeting in the world economy*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2003.
- VICECONTI, P. E. V.; NEVES, S. *Introdução à Economia*. 4. ed. São Paulo: Frase Editora, 2000.

WOODSIDE, K. Policy instruments and the study of public policy. *Canadian Journal of Political Science*, v. 19, n. 4, p. 775-793, 1986.