

# Do convencional ao conveniente

Por [Luiz Gonzaga Belluzzo](#) e Manfred Back

Valor, 07/04/2026

## O regime de metas de inflação não trouxe resultados expressivos para o crescimento econômico do Brasil

Nos anos 1980, no início da reforma do modelo econômico chinês liderada por Deng Xiaoping. Promoveu-se um amplo debate na Academia Chinesa de Ciências Sociais (CASS - Chinese Academy of Social Sciences) antes de implementar a grande reforma. De um lado, economistas chineses com formação em universidades americanas e do outro lado, economistas com formação na tradição milenar. Desse debate amplo, venceu a ala não convencional, ou seja, contra a terapia de choque, adotada na Rússia e no leste europeu.

Contrariando a economia convencional e a conveniência de alinhar-se aos demais países, a China não adotou o regime de metas de inflação. Foi o país que mais cresceu no mundo, com taxas de juros e de inflação extremamente baixas. Estimularam investimentos que promovem ganhos de escala, o que não só garante a competitividade de suas exportações, mas também assegura o abastecimento do mercado interno a preços compatíveis com a renda das famílias. A formação bruta de capital tem-se mantido em torno de 40%.

O Brasil, em 1999, adotou o regime de metas de inflação, seguindo o convencional referendado pela conveniência das teorias convencionais geradas nos ambientes do pensamento único.

São décadas de restrição à demanda e de baixo crescimento amparadas em hipóteses teóricas duvidosas. Seja qual for o movimento da economia, o diagnóstico é sempre o mesmo: aquecimento da demanda. Dizem por aí: a guerra de Trump, desatou um choque de oferta mais doloroso do que os de 1973 e 1979.

É hora de recorrer a John Kenneth Galbraith, escolhido por Roosevelt para comandar o controle de preços durante a Segunda Guerra Mundial. Em seu livro “Theory of Price Controls”, Galbraith aborda as condições impostas às políticas econômicas pela economia de guerra. Tais condições impuseram o controle de preços amparado na administração das relações oferta-demanda.

“Essas condições exigiam o controle de preços amparado na administração das relações oferta-demanda. Essas forças compreendiam (1) um sistema mais ou menos abrangente de controle do uso de recursos econômicos, (2) um controle quase universal sobre os preços e (3) uma demanda agregada de dinheiro substancialmente superior à oferta de bens e serviços.” (Pedimos licença para interromper Galbraith: o esforço de guerra concentrado na produção de armamentos gerou um impulso à renda das famílias. Ao mesmo tempo, a oferta de bens de consumo estava restringida. Nessa circunstância, as famílias recebiam mais dinheiro, mas não podiam gastar. Assim, acumularam um enorme saldo monetário aplicado à dívida pública. No pós-guerra, a demanda de bens de consumo explodiu e impulsionou o crescimento da economia). Galbraith prossegue: Por ser uma característica distinta e omnipresente do sistema, usei esse desequilíbrio entre oferta e demanda para nomear o sistema como um todo.

O Brasil não está em guerra, mas sofre os impactos da Guerra de Trump. Nestas plagas, outros fatores devem ser considerados: a taxa de câmbio não está presente em suas relações com a taxa de juros. Para fixar sua taxa de juros básica, os bancos centrais adotam o isolacionismo vivido por Robinson Crusoe, isolado numa ilha. Por conveniência, acredita-se que as moedas são iguais. Nosso real seria igual ao dólar, ao euro, à libra esterlina. Ignoram que o real é uma moeda inconvertível.

Para os convencionais, não há arbitragem de câmbio/juros, apesar de os fluxos de capitais (monetários) os desmentirem dia a dia. Ademais, é menosprezada a importância do mercado futuro e dos derivativos na tomada de decisões de investimento e determinação de preços na economia. O Banco Central do Brasil, preso institucionalmente ao arcabouço legal do regime de metas de inflação, tem que fazer malabarismos de trapezista para administrar a taxa de câmbio.

O amplo debate entre as tesourarias das instituições financeiras sobre operações de swaps, swap reverso, casadão, leilões de linha de recompra e leilões de dólar à vista, realizado pela atual gestão da autoridade monetária, é marginalizado e desprezado pelos convencionais, por conveniência.

Ignorar que o mercado futuro é capaz de trazer qualquer preço de ativos financeiros e commodities para o presente na tomada de decisões e que a complexidade dos fluxos monetários que correm no mundo e no país interfere em qualquer banco central é, no mínimo, questionável. Vamos citar dois contratos extremamente líquidos na B3, o cupom cambial e o DAP, um mede a diferença entre a taxa de juros americana e a brasileira, e o outro, mais conhecido como Cupom de IPCA (índice de preços ao consumidor amplo), é um contrato de proteção contra flutuações da taxa real de juros, a diferença pro rata do IPCA, ou seja, diária sobre a variação da inflação. Aos convencionais e convenientes, é possível trazer para hoje, diariamente, a expectativa da inflação futura e da taxa de juros real em termos monetários.

Pedimos licença para usar a definição de John Maynard Keynes sobre convenção: “na prática, concordamos, geralmente, em recorrer a um método que é, na verdade, uma convenção. A essência desta convenção — embora ela nem sempre funcione de uma forma tão simples — reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança. Isto não quer dizer que, na realidade, acreditemos na duração indefinida do estado atual dos negócios. A vasta experiência ensina que tal hipótese é muito improvável... De fato, nas avaliações do mercado intervêm toda a espécie de considerações que são de algum modo relevantes para a renda esperada”.

A questão que deveria ter um debate amplo e livre é se o regime de metas de inflação da maneira como foi concebido desde 1999, trouxe resultados expressivos para o crescimento econômico? Deveríamos nos preocupar mais como realizar o nosso potencial produtivo, do que discutir de forma bizantina como calcular o produto potencial.

Angus Deaton, prêmio Nobel de economia, em 2015: conclui que a narrativa da economia convencional está “falida e já está falida há várias décadas” e que “nem economistas conservadores nem progressistas têm uma solução”.

**Luiz Gonzaga Belluzzo é professor emérito do Instituto de Economia da Unicamp e da Universidade Federal de Goiás. Escreve mensalmente às terças-feiras.**

**Manfred Back é bacharel em Ciências Econômicas pela PUC-SP e mestre em Administração Pública pela FGV-SP. Atuou como trader na bolsa de valores. Professor de microeconomia, macroeconomia, mercados de capitais e derivativos.**