



MARIA PAULA SANTOS FRANKE

**Vinte anos do Regime de Metas de Inflação no Brasil (1999-2019): Uma Avaliação
Crítica**

Campinas
2019



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

MARIA PAULA SANTOS FRANKE

**Vinte anos do Regime de Metas de Inflação no Brasil (1999-2018): Uma Avaliação
Crítica**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Rogério Pereira de Andrade.

Campinas

2019

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar o desempenho do Regime de Metas de Inflação no Brasil durante os primeiros vinte anos de sua adoção, desde sua implementação em 1999. No primeiro capítulo discute-se os fundamentos teóricos do Regime, a partir da exposição da discussão do papel da política monetária na visão das escolas novo-clássico, novo-keynesiano, novo consenso macroeconômico e pós-keynesiano. Na seção dedicada ao novo consenso macroeconômico, é apresentado o conjunto de ideias que se desdobram em suas recomendações de política econômica, com o ênfase na adoção do Regime de Metas de Inflação como principal arcabouço institucional de política monetária. Na seção seguinte, há uma introdução à crítica pós-keynesiana a esse regime, levando em conta principalmente seus aspectos teóricos. No segundo capítulo observa-se a experiência de adoção do Regime de Metas de Inflação no Brasil, a partir da escolha das autoridades monetárias em adotá-lo como substituto à ancoragem das expectativas inflacionárias cambiais dos agentes até o resultado de seu desempenho em 2018. As principais conclusões do trabalho referem-se aos custos de utilização de um único instrumento de política monetária em termos do crescimento econômico para conter pressões inflacionárias cuja origem vão além do aquecimento da demanda, tendo em vista aspectos estruturais de influência da variação da taxa de câmbio e dos preços das commodities em uma economia emergente e com passado de altas taxas de inflação, como é o caso da economia brasileira.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 1. POLÍTICA MONETÁRIA E O ARCABOUÇO TEÓRICO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	4
1.1 Política Monetária – Uma breve história.....	4
1.1.1 Visão Novo Clássico	4
1.1.2 Visão Novo Keynesiano	6
1.1.3 Novo Consenso Macroeconômico.....	7
1.2 Regime de Metas de Inflação	9
1.2.1 Recomendações do Novo Consenso Macroeconômico.....	9
1.2.2 Críticas do Pós-Keynesianismo	11
CAPÍTULO 2. ANÁLISE E PERFORMANCE DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	14
2.1 Política monetária no Brasil na década de 1990.....	14
2.1.1 A implementação do Regime de Metas de Inflação	15
2.2 O Desempenho do Regime de Metas de Inflação em cada Governo	19
2.2.1 Segundo Governo Fernando Henrique Cardoso (1999-2002).....	19
2.2.2 Governos Lula (2003-2010)	22
2.2.4 Governos Dilma (2011-2018).....	28
CONCLUSÃO.....	35
REFERÊNCIAS	38

INTRODUÇÃO

Com o fim da Guerra Fria e o prevalecimento das ideias de liberalismo econômico, houve um consenso de que a prosperidade e crescimento econômico são criados a partir da iniciativa privada e do livre mercado, provocando uma reorientação das estratégias dos países ao redor do mundo, a partir de reformas que buscam retirar o protagonismo estatal, limitando sua ação em promover infraestrutura institucional e física para criar as condições na qual o mercado possa atuar plenamente (Bernanke et al, 1999).

A difusão dos ideias liberais ocorreu concomitante ao fracasso do modelo macroeconômico de bem-estar social, provocando uma mudança no receituário mais comumente aceito de política econômica. No final da década de 1980, houve a consolidação do Modelo Novo Clássico Keynesiano como principal corrente de pensamento da época, com a combinação das hipóteses da existência de uma taxa natural de desemprego (a *non-accelerating inflation rate of unemployment*, NAIRU), da formação de expectativa racional dos agentes, do equilíbrio contínuo de mercado e dos postulados sobre o comportamento da oferta agregada. Os principais resultados do modelo são: a ineficácia da política monetária no longo prazo, a inconsistência temporal da política monetária e o viés inflacionário das autoridades monetárias (Modenesi, 2005, cap. 3).

Segundo Bernanke et al (1999), a atuação da política monetária deve ser pautada em regras e conduzida por um órgão independente. São duas premissas que sustentam essa recomendação, a primeira é que sempre desejável uma inflação estável e baixa (a título de ilustração, próxima aos 2 pontos percentuais de variação acumulada anual em economias desenvolvidas); e a segunda é que uma política econômica expansionista que se aproveita de oportunismos políticos de curto prazo gera resultados negativos no longo prazo. Assim, surge a necessidade da autoridade monetária ser representada um órgão independente, legítimo e de fácil e ampla comunicação com o público, que garanta credibilidade à política monetária, adotando o regime de metas de inflação como principal arranjo institucional para cumprir seu objetivo de estabilidade dos preços. Apesar de limitar a discricionariedade de autoridade monetária, esse modelo garante certa flexibilidade à autoridade monetária em relação à definição de suas metas, permitindo a acomodação de choques de oferta temporários e imprevistos no médio prazo.

O regime de metas de inflação surge como um desdobramento da tese da independência do Banco Central (Modenesi, 2005, cap 3), sendo definido como uma estratégia

de política monetária com os seguintes principais elementos: i) fixação de uma meta para a inflação, podendo ser definida nominalmente ou por um intervalo numérico; ii) a taxa de inflação deve ser o foco exclusivo da política monetária; iii) a política monetária é o principal instrumento de política macroeconômica e os demais objetivos se subordinam à estabilidade de preço no longo prazo.

O primeiro país a adotá-lo foi a Nova Zelândia em 1990, e ao longo da década de 90, vários países avançados também passaram a utilizar o regime de metas de inflação. Enquanto isso na América Latina, as principais estratégias de políticas de estabilização eram baseadas na taxa câmbio, associadas à liberalização comercial, financeira e de fluxos de capital. No caso brasileiro, após várias tentativas fracassadas, a estabilização monetária foi alcançada com o Plano Real em 1994. Segundo Modenesi (2005, cap. 6), seu funcionamento foi bem-sucedido até a eclosão da crise cambial brasileira de 1999, e com um olhar retrospectivo, torna-se evidente que a escolha por uma condução de política quase que permanente das metas em relação ao câmbio foi exagerada. Sua manutenção era justificada pelo constante temor de que a estabilidade recém conquistada seria perdida se adotado um regime de câmbio flutuante.

Após essa experiência, o cenário global e a vulnerabilidade das moedas emergentes aos ataques especulativos forçaram a flutuação do real que novamente implicou na desancoragem das expectativas inflacionárias, segundo Meirelles (2011). Como resposta, o Banco Central do Brasil (BCB) optou por recorrer ao regime de metas inflação como estratégia para garantir a estabilidade monetária, formalizando sua implementação em junho de 1999.

Neste sentido, o presente trabalho tem o objetivo de analisar o regime de metas de inflação no Brasil, desde sua implementação, tendo como orientação a seguinte indagação: a forma pela qual foi implementado o regime de metas de inflação e seus resultados apresentados desde 1999 contribuíram para a diminuição da taxa de inflação no Brasil e para o cumprimento dos objetivos da política monetária? Assim, o caminho que será percorrido nessa monografia se inicia com a teoria econômica que resultou no modelo de metas para a inflação (considerando principalmente os preceitos do Novo Consenso Macroeconômico) e está dividido em dois capítulos. O primeiro trata do arcabouço teórico e da institucionalidade do regime de metas de inflação segundo seus principais formuladores ao passo em que também apresenta as críticas das escolas keynesianas e pós-keynesianas ao regime concebido pelo Novo Consenso Macroeconômico. No segundo capítulo, é apresentado o contexto histórico que resultou na adoção do regime de metas de inflação no Brasil para depois ser feita uma análise

da forma de sua implementação, discutindo alguma de suas especificidades, e também uma avaliação dos resultados apresentados desde então, com a intenção de se responder se o objetivo da política monetária de controle inflacionário sob tal regime foi alcançado.

CAPÍTULO 1. POLÍTICA MONETÁRIA E O ARCABOUÇO TEÓRICO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

1.1 Política Monetária – Uma breve história

O debate acerca do papel da política monetária é extenso e envolto na evolução do pensamento macroeconômico, o qual pode ser dividido conforme o prevalecimento das diferentes escolas do pensamento ao longo do século XX. Tendo seu início com a corrente de pensamento clássica, tal como denominado por Keynes, a qual foi predominante até o final da década de 1930, tem-se a primeira inflexão teórica após a Segunda Guerra Mundial, com o surgimento das ideias keynesianas e o marco do início de um período de grandes contribuições ao debate acerca das políticas macroeconômicas. A década de 1970 tem seu início marcado pela ascensão do monetarismo (ou então monetarismo tipo I, de acordo com a tipologia utilizada por Tobin), e seus anos finais, pelo pensamento novo clássico (monetarismo tipo II, segundo ele). Percorreremos brevemente esse caminho de evolução da teoria macroeconômica, tendo o pensamento Novo Clássico como ponto de partida, de modo a destacar as principais contribuições de cada uma ao pensamento que culminaram no Novo Consenso Macroeconômico – corrente de pensamento responsável pela formulação e divulgação do Regime de Metas de Inflação implementado em diversos países a partir da década de 1990 (Modenesi, 2005, cap.3).

1.1.1 Visão Novo Clássico

Os principais formuladores do pensamento Novo Clássico que emergiu na década de 1970 são Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace, no contexto de estagflação dos países avançados, ou seja, numa combinação de estagnação econômica e inflação. Propondo-se a questionar alguns elementos do monetarismo, principal escola de pensamento macroeconômico da época, e incorporando outros de sua abordagem teórica, tem-se a estruturação de tal corrente. As seguintes hipóteses de tal modelo, destacadas por Modenesi (2005, cap. 3), são a existência de uma taxa natural de desemprego, a formação de expectativas racionais dos agentes e o modelo de equilíbrio contínuo de mercado.

A taxa natural de desemprego foi cunhada pela escola monetarista de Friedman, com uso do termo “natural” a partir da tradição wickselliana, de modo a distinguir as causas da determinação do nível de emprego, podendo elas serem de natureza estrutural ou institucional,

sendo o nível . Com a distinção entre as variáveis reais e monetárias da economia, admite-se a existência de um equilíbrio único e estável do mercado de trabalho, o qual é compatível com as características estruturais e institucionais das forças reais da economia e do comportamento racional-maximizador dos agentes.

A principal diferença entre os pensamentos do monetarismo do tipo I e II refere-se à formulação de expectativas dos agentes dentro do modelo. No monetarismo tipo I de Friedman, a combinação da Teoria Quantitativa da Moeda e o fato da oferta monetária ser exógena e determinada pelo Banco Central faz com que a disponibilidade de informações relacionadas à variação do nível de preços esteja disponível de forma defasada aos agentes econômicos, em especial os trabalhadores, os quais calculam seu salário com base na inflação esperada, comparando-a com o salário do período corrente. Assim, ao formarem expectativas do tipo adaptativas, os trabalhadores estariam sujeitos aos efeitos de surpresas inflacionárias, as quais interferem no cálculo de seus salários, podendo induzi-los, como exemplo, a uma interpretação errônea de elevação em seus salários nominais como um ganho real. Essa incapacidade de distinguir entre variações no nível geral de preços ou preços relativos é que se constitui a ilusão monetária, fenômeno responsável pelos erros expectacionais na tomada de decisões dos agentes e que produz efeitos reais na economia, no curto prazo.

No modelo novo-clássico, John Muth é considerado o principal precursor da hipótese de formação racional das expectativas dos agentes. O desdobramento de suas ideias transforma a forma pela qual os agentes formulam suas expectativas, os quais deixam de basear-se apenas em experiências passadas e passam também a maximizar todo o conjunto de dados disponíveis, tornando-os capazes de reformularem suas expectativas. Assim, os erros não são mais caracterizados como sistêmicos e tornam-se eventuais; os agentes não estariam mais suscetíveis ao fenômeno de ilusão monetária, tornando-os capazes de interpretar as mudanças da política monetária e das tendências da economia, por isso o nome de formação racional das expectativas.

Em relação ao equilíbrio contínuo de mercado, essa é a hipótese que sustenta a flexibilidade plena dos preços, de tradição walrasiana, assegurando um ajuste instantâneo na oferta e na demanda dos bens, serviços e fatores de produção de todos os mercados. Esse mecanismo de ajuste automático associado à ação maximizadora dos agentes racionais que garante o estado contínuo de equilíbrio, sendo atribuído a ele um caráter eficiente no sentido de Pareto, ou seja, em tais pontos não há nenhuma outra alocação factível que faz pelo menos um consumidor na economia estritamente mais satisfeito sem fazer nenhum outro consumidor mais

insatisfeito. Ressaltando novamente a questão dos erros, eles serão expectacionais e frutos de choques aleatórios que não pertenciam ao conjunto de informações disponíveis durante a tomada de decisão do agente. Há, então, uma concepção de economia em estado permanente de equilíbrio.

A combinação desses três pressupostos tem como resultados principais a neutralidade da moeda e a ineficiência política monetária de atuar no longo e no curto prazo, segundo Sargent e Wallace. Devido à incorporação de qualquer regra da política monetária às expectativas racionais dos agentes, a autoridade monetária perde seu poder de ação na determinação dos níveis de produto e emprego. Os autores negam, então, a existência de um *tradeoff* entre a inflação e o desemprego, de modo que a política monetária só poderia afetar as variáveis reais e ser eficaz se surpreender os agentes com mudanças inesperadas em suas regras de condução de política monetária.

1.1.2 Visão Novo Keynesiano

Ao longo da década de 1980, tem-se a reformulação do pensamento keynesiano de modo a responder os novos postulados clássicos,. Gregory Mankiw, David Romer e Joseph Stiglitz são os nomes mais expressivo da corrente de pensamento novo keynesiana e seus principais preceitos de tal escola são a rigidez dos preços e salários, o sistema de concorrência imperfeita e a postulação de mercados ineficientes.

A rigidez dos preços e salários é uma contestação à microeconomia walrasiana que contempla uma economia de competição perfeita presente na teoria Novo Clássica. Para Sicsú (1999), tal abordagem em relação à microeconomia é inadequada no curto prazo pois desconsidera as flutuações econômicas e o desemprego involuntário, elementos que não aparecerem no longo prazo, demonstrando a utilidade de tal abordagem somente para a explicação nesse horizonte temporal. Segundo o autor, os modelos novos keynesianos disponibilizam explicações da rigidez dos salários a partir dos conceitos de custo de menu, no mercado de bens, e de salário de eficiência, considerando o mercado de trabalho.

O custo de menu seria aquele que a firma depara ao desejar alterar o preço de uma determinada mercadoria. As decisões individuais das firmas de reduzirem seus preços podem afetar o preço de outras firmas através do conceito de externalidade da demanda agregada, podendo acarretar eventualmente numa redução no nível geral dos preços. Uma falha na coordenação das decisões das empresas também culminaria em tal redução geral, que ocorreria

se cada empresa imaginasse que todas as outras diminuiriam o nível de seus preços. Passando para o mercado de trabalho, a rigidez dos salários é fruto do conceito do salário de eficiência e dos contratos salariais. O primeiro afirma que as firmas não reduzem o salário real por conta da manutenção da eficiência da produtividade do trabalhador, representando um custo adicional à firma que o transforma em mais um fator de rigidez.

Devido à existência de desemprego involuntário e falhas no mercado, o sistema de concorrência é imperfeito e há assimetria de informações. Apesar de adotarem as mesmas expectativas racionais dos Novo-Clássicos, há a formação estruturas de mercados oligopolistas e monopolistas que permite às empresas pertencentes a esses setores deterem poder de mercado suficiente para a fixação de preços não competitivos e estáveis em relação às oscilações da demanda. Dessa forma, se mostra presente um espaço para a adoção e atuação de políticas corretivas de curto prazo, com um consenso entre a maioria dos novos keynesianos no caráter limitado das políticas de estabilização, principalmente as políticas fiscais voltadas para o controle da demanda. Diferentemente da neutralidade atribuída à política monetária da escola novoclássica, a política monetária para os novos-keynesianos é considerada o instrumento mais eficaz de controle de demanda agregada face às flutuações econômicas, de forma a garantir a estabilidade do regime de política econômica.

1.1.3 Novo Consenso Macroeconômico

O que comumente chamam de Novo Consenso Macroeconômico surgiu como uma síntese entre duas correntes de pensamento anteriores – a dos novo-clássicos e a dos novos-keynesianos. Esta síntese representa o aproveitamento das ideias do novo-clássicas para explicar os efeitos da política monetária no longo prazo, de forma que ela não seria capaz de alterar permanentemente a economia real ou que seus efeitos permanecessem no longo prazo; e das ideias novo-keynesianas no curto prazo, destacando a existência de imperfeições no mercado e a possibilidade de ação da política monetária no curto prazo, de modo a afetar a demanda agregada.

A inspiração monetarista do tipo II na análise das obras de John Taylor pode ser percebida a partir da adoção de certos princípios como a postulação da existência da Curva de Phillips, vertical no longo prazo e negativamente inclinada no curto prazo; a determinação do produto pela função de produção da economia; e a reação dos agentes às decisões de política

econômica via formação de suas expectativas, defendendo o uso tanto da política fiscal quanto monetária.

O aproveitamento de certas ideias de Taylor está presente na descrição de Arestis e Sawyer (2003) do Novo Consenso Macroeconômico, a partir de três equações:

$$\begin{aligned} (1) \quad Y_t^g &= a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1 \\ (2) \quad p_t &= b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2 \\ (3) \quad R_t &= (1 - c_3) [RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1} \end{aligned}$$

Nas equações acima, tem-se as seguintes representações para cada variável: Y^g representa o hiato do produto; R a taxa de juros nominal; p o nível de preços; RR^* o “equilíbrio” da taxa real de juros; “ s_1 ” e “ s_2 ” representam os choques estocásticos; e “ E_t ” as expectativas no período t . A equação (1) é a de demanda agregada, a qual descreve o hiato do produto é determinado pelas expectativas passadas e futuras e pela taxa real de juros, levando em consideração as rigidezes dos preços. A (2) é uma Curva de Phillips Vertical que indica o nível de preços atual e a meta para o nível de preços, ou seja, inflação baseada no gap do produto corrente e na inflação defasada e esperada, com coeficientes $b_2 + b_3 = 1$. A equação (3) é uma Regra de Taylor que atua como guia de condução monetária, segundo a qual a taxa de juros descreve o nível de preços correntes, mostrando que os ajustes na política econômica obedecem aos ciclos da economia.

A primeira equação demonstra como a taxa de juros real afeta o hiato do produto. Nela também estão presentes a formação de expectativas *forward* e *backward looking* dos agentes, assim como a rigidez de preços no curto prazo e a flexibilidade plena deles no longo prazo. Na segunda equação, a expectativa dos agentes é levada em conta e, com isso, há a participação da credibilidade do Banco Central na formação de tais expectativas a partir do termo $E_t(p_{t+1})$. A terceira equação como uma regra de política monetária estipula que a taxa nominal de juros é a soma da taxa real de juros e da taxa esperada de inflação, o que significa que uma inflação acima da meta se transcreva em uma taxa de juros nominal maior e vice-versa. Além disso, o modelo apresenta uma neutralidade da moeda no longo prazo, uma vez que o estoque de moeda não é explicitado e não qualifica nenhuma variável das equações, sendo meramente residual.

Também é evidente a influência monetarista na análise de Mishkin (2007), a partir da seleção de seus pilares do NCM, com o destaque para os seguintes princípios: a inflação é sempre um fenômeno monetário; ausência de um *tradeoff* entre a inflação e o desemprego no

longo prazo; ênfase no papel das expectativas racionais na determinação da inflação; a eficiência da política monetária depende de um banco central independente; e a definição de uma âncora nominal para se obter bons resultados da política monetária. Para o autor, a performance da política monetária está associada ao nível de avanço da base científica de seus princípios, visando sempre a estabilização dos preços devido aos benefícios de uma baixa e estável inflação ao nível de produtividade empregada na economia.

Comparado as ideias apresentadas de tais autores, pode-se destacar a convergência das ideias entre Taylor, Arestis e Sawyer e Mishkin na proposição do que seria considerada uma boa condução da política monetária e na presença da monetarista de certas ideias e conceitos utilizados. Porém, para o primeiro, as políticas monetárias e fiscais são capazes de atuar nas variáveis reais, algo que não é considerado no modelo dos outros dois autores, como já indicado nas implicações das equações que descrevem o comportamento do NCM por eles formulado. Para Mishkin, o campo de atuação da política monetária também é limitado, mas há a possibilidade de se inferir que tal política pode ter efeitos nas variáveis reais de curto prazo.

Além disso, apesar das divergências em relação a certos princípios e consequências do uso da política monetária e fiscal, parece ser um consenso a recomendação de uma âncora nominal para o controle inflacionário, como o regime de metas de inflação.

1.2 Regime de Metas de Inflação

A formalização de tais ideias do NCM aplicadas à modelagem de uma política monetária resultou principalmente na recomendação de um Regime de Metas de Inflação, a qual representa uma forma superior de se realizar esse tipo de política conforme indicado por Bernanke et al. (1999). Nessa seção, veremos como esse modelo é proposto pela NCM para depois ser analisada à visão crítica do pensamento pós-keynesiano a seus aspectos teóricos e implicações nas variáveis reais da economia.

1.2.1 Recomendações do Novo Consenso Macroeconômico

Os princípios comumente aceitos entre os autores do NCM em relação à política monetária são os que consideram que a inflação baixa e estável é sempre desejada; a necessidade de uma âncora nominal para guiar a política monetária; a credibilidade de um Banco Central independente para se ter um respaldo do cumprimento da meta anunciada. O Regime de Metas de Inflação, então, não teria o caráter discricionário das políticas keynesianas,

e as autoridades monetárias estariam comprometidas em alcançar a meta nominal de inflação estabelecida. Diferentes autores advogam a favor da adoção do regime de metas de inflação, veremos nos seguintes parágrafos a justificativa e para a explanação da operacionalidade mais ampla por detrás da implementação de tal regime.

Antes de adentrar no debate acerca do RMI, esse parágrafo é dedicado à importância de um Banco Central independente e com credibilidade como requisito fundamental para a eficiência do Regime de Metas de Inflação como principal instrumento de política monetária. A tese de independência do Banco Central (IBC), segundo Cukierman, Webb e Neyapti (1999, p. 1970) não é necessária nem suficiente para garantir as condições de uma baixa inflação, porém, o resultado de seu estudo empírico com 72 países para se avaliar a relação da independência de seus respectivos bancos centrais e à inflação demonstra que um nível de independência legal mais baixo de tais instituições contribuem para um nível mais alto de inflação.

Como o Regime de Metas de Inflação se caracteriza pela defesa da estabilidade de preços, ele pode ser considerado como um desdobramento da tese da IBC que destaca a atuação da autoridade monetária como a principal guardiã da estabilidade dos preços. Bernanke et al. (1999) destacam a adoção de uma âncora nominal, a partir do anúncio de uma meta crível, como principal argumento para justificar a implementação de tal Regime. Considerando que, no longo prazo, a única variável macroeconomia que a política monetária é capaz de alterar é a inflação, a utilização da âncora nominal exerce as funções de coordenação das expectativas de inflação dos agentes econômicos e de balizamento da formação dos preços. Assim, esse seria um instrumento poderoso para demonstrar o comprometimento das autoridades monetárias com a estabilidade dos preços.

Em relação às três equações que descrevem o NCM em Arestis e Sawyer, também é possível encontrar elementos centrais do Regime de Metas de Inflação, para esses autores os princípios elencados a seguir seriam uma síntese dos elementos aceitos entre os apoiadores do Regime:

- i) Ele é uma *policy framework* que melhora comunicação do mercado, dos agentes econômicos e das autoridades monetárias a partir do anúncio de uma meta oficial de inflação cujo foco é a estabilidade dos preços, associado ao cumprimento dos objetivos de credibilidade, flexibilidade e legitimidade;

- ii) os objetivos seriam alcançados a partir de uma discricionariedade constrangida (*constrained discretion*), que é vista como um meio termo entre as regras de tradição monetarista e à discricionariedade de tradição keynesiana, que seria um princípio que permite a estabilização ao longo prazo ao mesmo tempo em que garante uma flexibilidade de curto para a acomodação de eventuais choques inesperados;
- iii) política monetária como principal e mais eficaz instrumento de macroeconômico no controle da inflação (assim como em Bernanke et al., a taxa de inflação é a única variável que sofre alteração devido à política monetária).

1.2.2 Críticas do Pós-Keynesianismo

Na literatura há diferentes correntes de pensamento que fundamentam suas críticas às premissas e aos resultados apresentados pelo RMI a partir de abordagens próprias, essa seção é dedicada à avaliação crítica do pensamento pós-keynesiano aos preceitos da política monetária Mainstream. Os principais objetivos serão a avaliação teórica da crítica ao Regime e dos resultados empíricos relacionados às consequências à economia real da política monetária que se utiliza de uma supressão da demanda agregada para controlar variações no preço.

Iniciando com a síntese das proposições comumente aceitas pelo pensamento macroeconômico pós-keynesiano de Thirwall (1993), são destacados seis elementos essenciais para autores dessa linha:

- i) o emprego é determinado pela demanda efetiva no mercado de mercadorias, e não no mercado de trabalho;
- ii) existência do desemprego involuntário, de forma que nem todo desemprego é resultado dos trabalhadores se recusarem a aceitar um nível de salário menor;
- iii) a relação entre investimento e poupança agregados é fundamental para a teoria econômica, considerando a relação de causalidade do investimento para a poupança, e não vice-versa;
- iv) postulação da não neutralidade da moeda e seus efeitos sobre a demanda;
- v) a Teoria Quantitativa da Moeda apresenta inconsistências, dado que sua validade só se confirma no pleno emprego e considerando uma velocidade constante da moeda (considerando a endogeneidade da moeda, mudanças na preferência pela liquidez alteram a velocidade da moeda, que para os monetaristas seria constante, e inflação de custos pode ocorrer bem antes do pleno emprego ser alcançado);

vi) os *Animal Spirits* dos investidores como principal determinante dos investimentos de uma economia capitalista

Tendo essas premissas como norte para a caracterização de uma crítica pós-keynesiana, já pode-se assuntar que a adoção e aplicabilidade do RMI não se sustentaria, devido principalmente aos elementos “iv” e “v”.

Indo além da divergência em relação às premissas adotadas por cada corrente de pensamento, há a crítica pós-keynesiana ao pensamento NCM apresentada por Lavoie e Kriesler (2005), dividida em duas áreas, a primeira no sentido de rejeitar os preceitos da relação simples entre a taxa de juros e investimento do modelo IS, o qual garante a funcionalidade da política monetária no curto prazo, e a segunda que invalida o consenso de que a Curva de Phillips vertical no longo prazo, de modo que alguns pós-keynesianos até se mostram contrários à existência de um *tradeoff* entre a utilização da capacidade produtiva e a inflação no curto prazo. Além da crítica, Lavoie também apresenta uma modificação em relação à Curva de Phillips e à taxa natural de crescimento que é considerada no modelo, levando em consideração seus modelos de formação de preços em economias maduras, os quais são compostos por um mark up acima dos custos de produção de bens e serviços (comportamento similar aos mercados oligopolizados). A conclusão de tal modelo proposto é de que a inflação não deriva de uma função direta do hiato da utilização da capacidade instalada, o que resulta numa modificação da forma da Curva de Phillips a partir de fundamentos póskeynesianos, de modo a acomodar as pressões inflacionárias dentro de um certo intervalo de utilização da capacidade produtiva.

O arcabouço teórico em Rochon et al. (2006) afirma no debate acerca da política monetária o debate pós keynesiano se dá em duas direções: i) mostrar que as causas da inflação não se encontram no excesso de demanda como os bancos centrais acreditam, mas sim na oferta, ou seja, o principal determinante da inflação são os custos; ii) ao tentar controlar a inflação via contínuo aumento da taxa de juros, a meta previamente definida será atingida às custas do colapso da economia, afetando, no processo, a distribuição de renda, a demanda agregada e o produto. Assim, a transmissão do mecanismo da taxa de juros nos preços é um longo e complexo processo, que pode ter um custo muito elevado, não sendo completamente funcional para controlar os níveis de inflação dos países no contexto contemporâneo.

Em Campedelli (2015), podemos encontrar uma síntese da crítica pós keynesiana aos principais argumentos que sustentam as premissas do RMI no caso brasileiro, destacando os problemas estruturais da implementação e premissas desse regime, a partir de outras

bibliografias. Essa argumentação se dará após a apresentação da implementação e dos mecanismos de funcionamento de tal regime no Brasil na próxima seção, de modo garantir o entendimento da crítica.

CAPÍTULO 2. ANÁLISE E PERFORMANCE DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

2.1 Política monetária no Brasil na década de 1990

A persistência da alta inflação nos anos das décadas de 80 e 90 levou ao fracasso de muitos planos de estabilização, até conseguir ser combatida com a adoção do Plano Real, em 1994. Conforme descrito por Oliveira e Turolla (2003), ele consistia na implementação gradual da troca de moedas por meio da Unidade Real de Valor (URV), assegurando aos agentes econômicos de que não haveria quebra de contratos, diferentemente das tentativas anteriores. Assim, o componente principal da estratégia de neutralização da inércia inflacionária foi a ancoragem dos preços domésticos nos preços internacionais, viabilizada por um cenário macroeconômico de razoável liquidez nos mercados internacionais de capitais para os países emergentes. Essa abundância permitiu o financiamento dos déficits crescentes em conta corrente decorrentes da mudança cambial, devido à apreciação cambial somada à aceleração da redução das alíquotas de importação, fornecendo o mecanismo de transição para uma taxa de inflação abaixo dos dois dígitos.

O Plano Real seguiu caminhos similares que os processos de estabilização adotados pelos demais países latino-americanos, os quais eram, em geral, baseados na ancoragem cambial e na liberalização das contas comercial e de capitais do balanço de pagamentos; conforme exposto por Modenesi e Modenesi (2012), essas experiências, ao mesmo tempo em que foram bem sucedidas em eliminar a persistência de altas taxas de inflação, tiveram como consequência desequilíbrios expressivos nos balanços de pagamentos, devido à apreciação das moedas domésticas. Para tentar reverter tais desequilíbrios, as autoridades monetárias apostaram na elevação da taxa de juros a fim de atrair o capital externo, e no processo de esterilização da entrada de tais capitais, observou-se um aumento de dívida pública interna. Como resultado, os países que apostaram na ancoragem cambial para conter a alta inflacionária tornaram-se vulneráveis aos ataques especulativos às suas moedas.

A resposta encontrada pelo governo Fernando Henrique Cardoso na época veio em forma de tentativas de implementação de reformas estruturais, a partir de medidas de redução do déficit previdenciário, emendas constitucionais e privatização.

2.1.1 A implementação do Regime de Metas de Inflação

O quadro de vulnerabilidade da moeda brasileira se agravou após as crises cambiais de países da Ásia e da Rússia em 1997-98, resultando numa forte desvalorização do real devido aos ataques especulativos em um cenário externo desfavorável (baixa liquidez internacional) e de elevada aversão aos riscos. A situação fiscal do período entrou em um círculo vicioso no qual a própria piora do déficit causava uma redução na confiança do país, que se refletia em maior prêmio de risco, maiores juros e posterior agravamento da crise fiscal. Sendo necessária a recuperação da confiança nesse período de instabilidade, o Brasil apostou numa ancoragem nominal da inflação alternativa à ancoragem cambial, assim como o México, Colômbia e Peru apostaram no receituário ortodoxo, no período perto da virada do milênio, a partir da busca pelo atingimento dos objetivos de: mudança para um regime de câmbio flutuante; reequilíbrio das contas públicas e a austeridade fiscal; ancoragem das expectativas inflacionárias sob o regime de metas de inflação (Modenesi e Modenesi, 2012).

Nas palavras das próprias autoridades monetárias, na primeira edição do Relatório de Inflação em junho de 1999, o Banco Central do Brasil (BCB) justifica a adoção do regime de metas de inflação: “constitui-se em estratégia mais adequada, no atual contexto, para a manutenção da estabilidade de preços [...] Ao mesmo tempo, evidencia as limitações da política monetária e a eventual inconsistência de políticas econômicas, aumentando o grau de comprometimento do governo com o processo de estabilização econômica”. No relatório, o texto também postula a neutralidade da moeda no médio prazo, um dos principais determinantes para justificar a adoção de tal regime (Relatório de Inflação, BCB, 1999).

O sistema foi oficialmente implementado no Brasil pelo decreto 3.088 de 21 de junho de 1999, o qual estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para a política monetária e a nova âncora para as expectativas inflacionárias, cujos pontos a serem destacados são:

- i) Representação das metas pelas variações anuais de índice de preços de ampla divulgação;
- ii) As metas e os intervalos de tolerância são fixados pelo Conselho Monetário Nacional (formado pelo Presidente do Banco Central do Brasil, o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento);
- iii) A execução das políticas necessárias para o cumprimento das metas fixadas é de competência do Banco Central do Brasil;

- iv) Cumprimento da meta ocorre quando a variação acumulada da inflação, entre janeiro e dezembro de cada ano, se situar na faixa de seu respectivo intervalo de confiança;
- v) Caso as metas não sejam cumpridas, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente, por meio de uma carta aberta ao Ministro da Fazenda, as razões do descumprimento, as medidas a serem tomadas para fazer a inflação voltar para dentro do intervalo estabelecido e o prazo para isso acontecer.

A resolução de nº 2.615 do Conselho Monetário Nacional, em 30 de junho de 1999, definiu o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado e divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia (IBGE) como referência para as metas inflação e determinou o intervalo de tolerância de dois pontos percentuais em torno da meta central.

As características da implementação do regime, relacionadas ao arcabouço institucional adotado, dialogam diretamente com o contexto da insustentabilidade do regime de câmbio administrado como âncora das expectativas nominais do fim da década de 90 e com o passado de altas taxas inflacionárias. Seu desenho mais rígido decorreu da necessidade de se ganhar rapidamente a credibilidade dos agentes em relação à capacidade de a autoridade monetária garantir a estabilidade dos preços, uma vez que após o abandono do regime de câmbio flutuante, havia um alto risco de retorno da inflação (Oliveira et al., 2016). No caso brasileiro, então, o arranjo institucional foi utilizado não apenas como instrumento de ancoragem de expectativas, mas também como instrumento de desinflação, considerando os valores que foram fixados para as metas do período entre 1999 e 2001 (meta para 1999 de 8%, para 2000 de 6% e para 2001 de 4%), ou seja, uma redução da inflação pela metade em três anos.

Outros elementos que indicam a preocupação das autoridades monetárias em garantir maior credibilidade ao regime foram a utilização do índice cheio de inflação como referência para a meta e a ausência de cláusulas de escape que pudessem justificar as causas do não cumprimento da meta. De acordo com Bogdanski et al (2010, p. 13), essa combinação foi o que justificou a adoção do intervalo de tolerância relativamente amplo de dois pontos percentuais em torno da meta central. A introdução de uma flexibilidade serviu para auxiliar o Banco Central na acomodação de choques internos e externos aos quais a economia brasileira estava exposta.

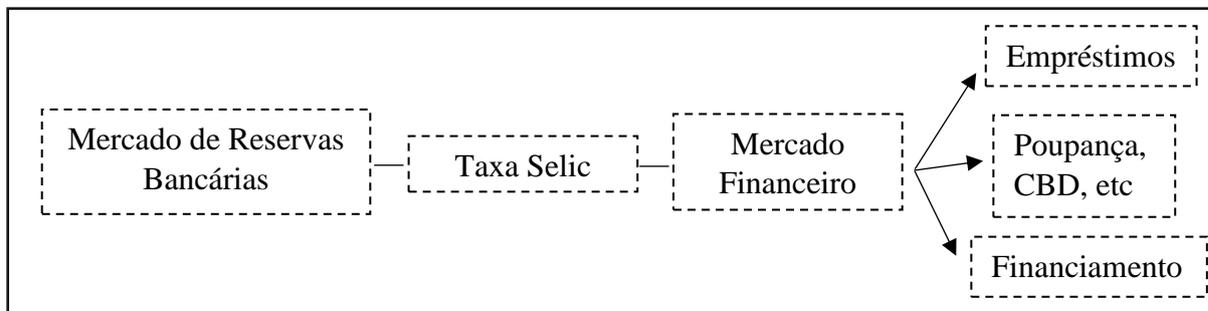
Um outro ponto de atenção da escolha do índice cheio é a questão da composição dos preços de bens e serviços no IPCA. De acordo com Carrara e Correa, (2012), o IPCA calcula a mudança dos preços de bens e serviços entre dois períodos (a partir da comparação dos preços que vigoraram nos 30 dias do período de referência com os 30 dias do período-base), ponderando a participação de diferentes tipos de gasto com o consumo total. Tais despesas podem ser categorizadas na estrutura do IPCA como: gastos com alimentação, transporte e comunicação, despesas pessoais, vestuário, habitação, saúde e cuidados pessoais, e artigos de residência. A precificação de cada uma dessas categorias de bens pode ser feita através de dois tipos de preço, divididos em preços livres e preços administrados ou monitorados. Os primeiros são determinados pelas forças que atuam no mercado de oferta e demanda e o segundo teriam uma sensibilidade menor em relação a essas forças, de modo a serem pouco ou nada influenciado por elas. Isso se dá por eles gozarem de certa influência do poder público, estando sujeitos à certa discricionariedade em nível federal ou estadual e municipal em relação à periodicidade e magnitude de seus reajustes. Essa diferença se dá pelo impacto da variação dos preços administrados na cadeia produtiva de muitos setores, como por exemplo do preço de derivados do petróleo e da energia elétrica.

Uma vez que para os defensores do RMI o fenômeno monetário tem sempre sua origem em variações por parte da demanda, conforme já exposto em seções anteriores, o fato do índice utilizado como referência para a postulação da meta a ser atingida apresentar uma composição de aproximadamente 30% dos preços administrados no seu total e atribuir um forte peso a grupos de preços que têm como principal *driver* de inflação a inflação por elementos de custo (como exemplo alimentação e bebidas) traz interessantes implicações para o mecanismo de variação do IPCA e também para a forma de atuação do RMI no controle da variação, como veremos adiante.

O Relatório de Inflação de 1999 também traz informações sobre a definição da taxa de juros, a qual se constitui no mais importante instrumento de política monetária do BCB, capaz de influenciar os níveis de atividade econômica e preços. O Banco Central não determina diretamente o nível da taxa de juros básica da economia a partir das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), mas sim indiretamente pela sua atuação no mercado bancário, a partir da definição dos depósitos compulsórios e das transações rotineiras entre os bancos. Diante o gerenciamento diário de liquidez, alguns bancos ao fim do dia podem assumir posições deficitárias ou superavitárias e utilizarão a taxa de juros determinada pelo BCB para o cálculo

de negociação das reservas, ou seja, é a partir do poder de fixação da taxa de juros do Banco Central que as demais taxas de juros são formadas. A determinação da taxa de juros pode ser descrita pelo diagrama abaixo:

Figura 1: Determinação da taxa de juros



Elaboração própria. Fonte: Relatório de Inflação, 1999, pag. 91.

Na visão tradicional, os principais canais de mecanismo de transmissão política monetária, são: taxa de juros, taxa de câmbio, preço dos ativos, crédito e expectativas. Afetando essas variáveis, as decisões acerca da política monetária influenciam os níveis de investimento e gasto dos agentes, afetando, assim, a demanda agregada. Como nesse modelo a origem da inflação é principalmente um efeito por parte da demanda, é através da manipulação da taxa de juros que é atingido o objetivo de se controlar a inflação.

Na visão pós-keynesiana, porém, o fenômeno da inflação não possui como única origem as variações no nível de demanda, principalmente no caso brasileiro, por se tratar de uma economia emergente. Em Sicsú (2003), tem-se a classificação de pelo menos cinco tipo de inflação, inspirada nas ideias de Davidson, sendo elas a inflação de salários, de lucros, de retornos decrescentes, importada, de impostos e choques de oferta inflacionários – todas estas de origem de oferta. Dessa forma, ao utilizar somente a taxa de juros para atacar múltiplas causas inflacionárias, é necessária uma resposta mais enfática do aumento dos juros para combater a inflação, o que resulta na supressão da demanda e no desaquecimento da econômica. Essa é umas das principais críticas dessa corrente de pensamento à adoção desse modelo, uma vez que o uso dessa política contracionista não contribui para conter o processo inflacionário cuja causa está no lado da oferta.

Conforme indicado no capítulo anterior, em Campadelli (2015), estão presentes elementos estruturais na economia brasileira que contribuem para que tal regime não apresente uma redução sistemática inflacionária, mostrando-se eficaz somente na estabilização da inflação em determinados períodos, com uma baixa tendência de queda, e com um crescimento

econômico em diversos momentos aquém do esperado. Eles estão sintetizados em duas principais frentes, sendo a primeira corrobora com a visão de Sicsú apresentada no parágrafo anterior, a qual destaca que as múltiplas causas inflacionárias brasileiras, sofrendo forte influência de elementos da oferta, implicam que o regime acaba proporcionando um crescimento econômico abaixo do potencial e sem resolver efetivamente o problema inflacionário.

A segunda é referente à composição do peso dos grupos dentro do IPCA. Os dois maiores grupos de despesa do índice sofrem forte pressões inflacionárias cuja origem não está no âmbito da demanda. A principal despesa do índice, a de alimentos e bebidas, sofre grande influência do comportamento dos preços das commodities e dos produtos agrícolas, ou seja, sujeitos aos choques de oferta de tais preços no mercado internacional. O segundo grupo de maior peso na composição do índice é o de transportes, cujo expoente de custo mais expressivo são os preços dos combustíveis, os quais, por sua vez, constituem-se em sua maioria como preços administrados que são reajustados com base de inflações passadas (índice IGP-M), fazendo com que grande parcela de sua inflação tenha sua origem fora do âmbito da demanda.

2.2 O Desempenho do Regime de Metas de Inflação em cada Governo

Esta seção é dedicada à análise do desempenho do RMI no Brasil desde sua implementação, em 1999, tendo como recorte temporal os diferentes mandatos presidenciais. Ela se dará, primeiramente, pelos resultados apresentados na taxa da inflação acumulada em cada ano, indicando se meta anual foi atingida ou não, trazendo consigo um retrato da trajetória dos indicadores macroeconômicos mais relevantes para sua variação em cada período, assim como um breve panorama macroeconômico do cenário interno e externo, à título de contextualização. Após a conjuntura, a interpretação dos resultados será baseada em referências de diversas escolas de pensamento econômico, mas principalmente de autores que fazem parte do pós-keynesianismo.

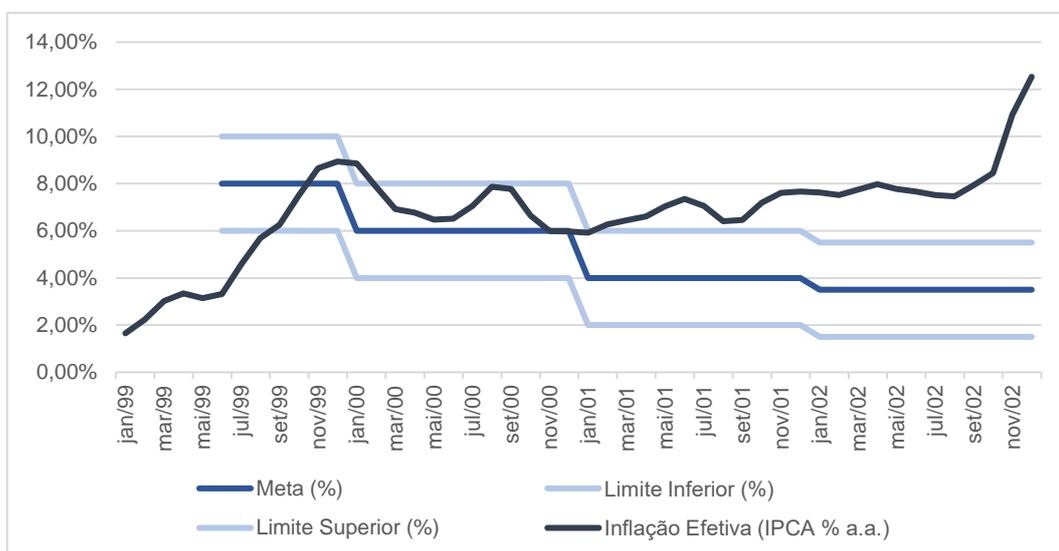
2.2.1 Segundo Governo Fernando Henrique Cardoso (1999-2002)

No segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, houve a substituição da ancoragem cambial das expectativas inflacionárias, com a implementação do RMI no Brasil, em junho de 1999. Sob gestão de Armínio Fraga no Ministério da Fazenda, temos o início do processo de construção de credibilidade do BCB e de demonstração de

resultado na redução do nível de inflação, período no qual os custos em termos de taxa de juros para fazer com que haja a convergência da inflação para a meta é maior.

Em relação aos resultados apresentados, nos primeiros dois anos houve o cumprimento da meta estabelecida pela CMN para a inflação, com uma tendência de variação da trajetória em torno da banda superior, como se pode observar no gráfico abaixo. Porém, em 2001 e 2002 os choques internos e exógenos, principalmente os efeitos da crise econômica argentina e do ataque de 11 de setembro de 2001, foram de tal magnitude que inviabilizaram a convergência da inflação no período, rompendo com o limite superior do intervalo de variação da meta.

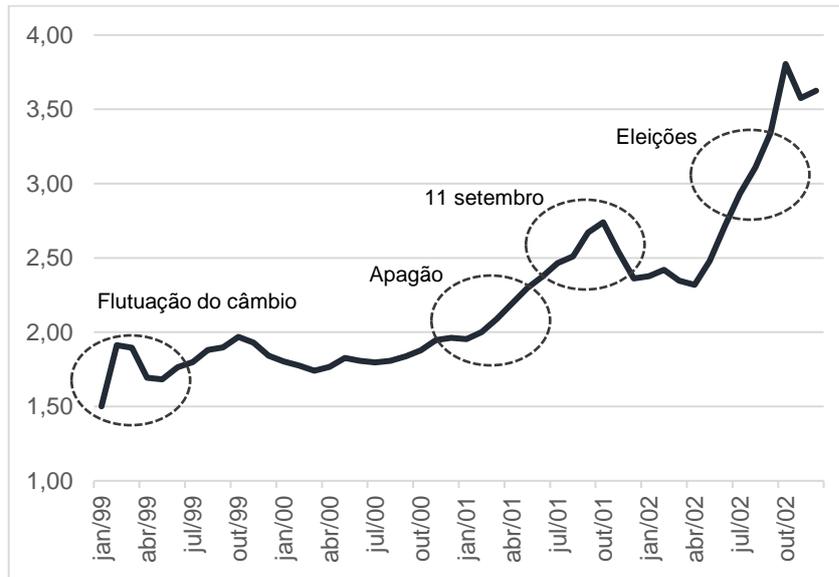
Figura 2: Resultados do RMI no Governo FHC II (1999-2002)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis em IBGE (a respeito do IPCA) e Banco Central (metas de inflação e sua banda de variação).

A instabilidade macroeconômica provocou uma forte variação na taxa cambial, como pode ser observado na figura 3. Os impactos da forte desvalorização do real, conforme Arestis et al (2008), afetou os preços domésticos a partir do efeito *pass-through* da taxa de câmbio, cujos efeitos diretos se dão através da desvalorização nos insumos intermediários ou finais e do impacto indireto através dos preços monitorados, uma vez que eles são relativamente insensíveis às condições de demanda e oferta doméstica, ambos pressionando fortemente a inflação.

Figura 3: Taxa de câmbio nominal – média mensal



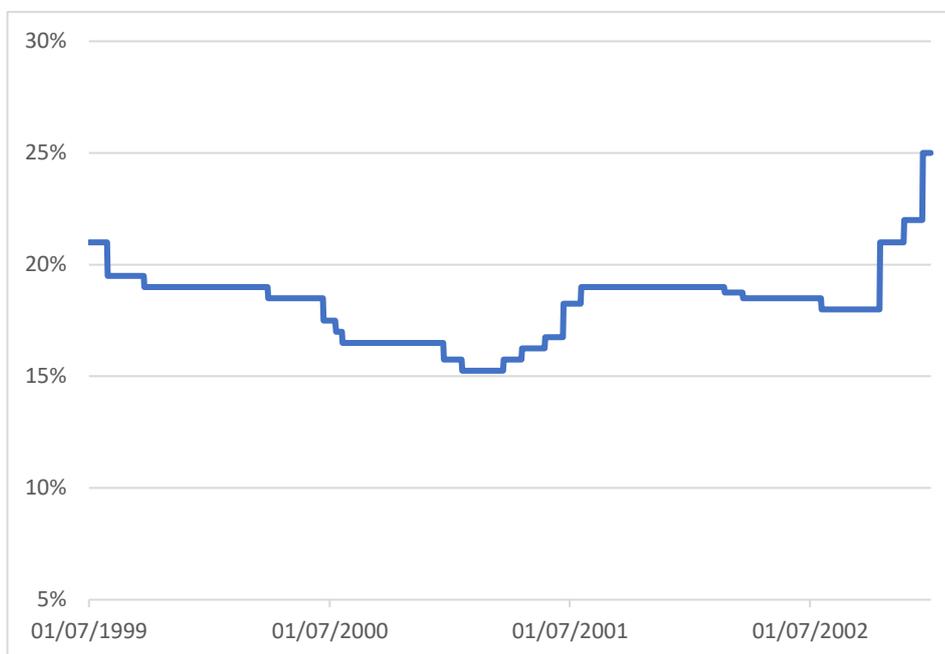
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA (Banco Central do Brasil, Boletim, Seção Balanço de Pagamentos (Bacen / Boletim / BP).

Além disso, em 2002, a forte depreciação do câmbio observada pode ser também atribuída à aversão do capital internacional em relação aos rumos da eleição. A piora das expectativas dos agentes privados, considerando o contexto macroeconômico da época, trazia consigo o temor da retomada da inflação que fez com que o até então candidato Luiz Inácio “Lula” da Silva, ainda durante a campanha, divulgasse em julho daquele ano a “Carta ao Povo Brasileiro”, com o objetivo de sinalizar aos empresários seu compromisso com a estabilidade monetária e responsabilidade fiscal, sendo apontado por Singer (2010) como um dos marcos de representação do pragmatismo do Partido dos Trabalhadores (PT).

O estudo em Minella et al. (2003) apresenta a quantificação do “peso” desses choques no comportamento da inflação a partir da decomposição de quatro principais elementos que contribuíram para que a inflação se mantivesse acima da meta cheia durante o período. Segundo seus resultados, a principal responsável pelo desvio da meta inflacionária foi a taxa de câmbio, a qual aumentou, respectivamente, 20,3% e 53,5%, em 2001 e 2002. Pelos resultados, em 2001, 38% da taxa de inflação podem ser explicados pela depreciação cambial (10 pontos percentuais acima do segundo colocado), enquanto, em 2002, a contribuição da variação cambial ficou em 46% (15 pontos percentuais acima do segundo colocado). Como resposta, o principal foco da política monetária foi a minimização da propagação dos choques aos demais

preços da econômica a partir de uma elevação sistemática da taxa Selic, como se pode observar no final do período do gráfico abaixo.

Figura 4: Taxa de juros - Meta Selic definida pelo Copom (% a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis no Banco Central do Brasil.

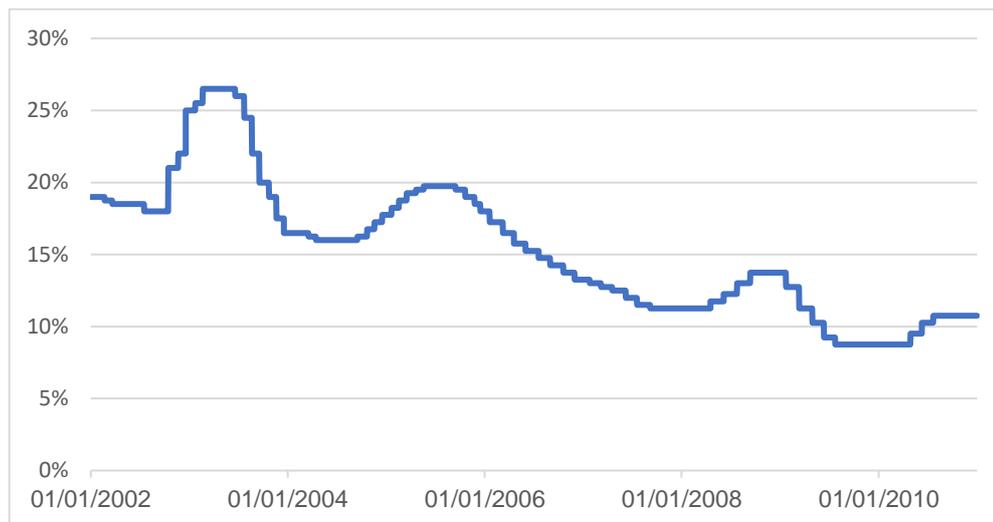
A conclusão dos estudos de Balbino et al (2011) em relação ao tempo e à intensidade de resposta da autoridade monetária aos choques exógenos é que mesmo com a coerência na condução de política monetária de Armínio Fraga, o aumento da taxa Selic não seria possível controlar a inflação, devido à magnitude dos efeitos de tais choques. Desse modo, além do não cumprimento das metas em 2001 e 2002, houve também uma revisão das metas fixadas para os anos de 2003 e 2004, alterando a estratégia original para poder comportar os efeitos os choques nas metas dos anos seguintes.

2.2.2 Governos Lula (2003-2010)

Conforme descrito na seção anterior e apontado por Barbosa (2013), a corrida presidencial do ano de 2002 se deu num contexto de crise financeira internacional e de baixa liquidez no mercado internacional, com forte depreciação do real e de elevação do prêmio de risco dos títulos públicos. Com a eleição de Lula, houve a confirmação do pragmatismo em relação à condução da política econômica, o qual pode ser observado pela prioridade na agenda econômica, nos anos de 2003 a 2005, pela recuperação da estabilidade monetária e fiscal. Em

relação à condução da política monetária, a preocupação com a possibilidade de estouro da meta provocou uma elevação sistemática da Selic. Esse movimento visava afastar o temor do retorno das altas taxas de inflação e depreciação da taxa de câmbio. Além disso, a escolha de Henrique Meirelles como Ministro da Fazenda representou uma continuidade da ortodoxia na condução da política econômica, acarretando um efeito positivo nas expectativas de mercado.

Figura 5: Meta Taxa de Juros Selic definida pelo Copom (% a.a.)

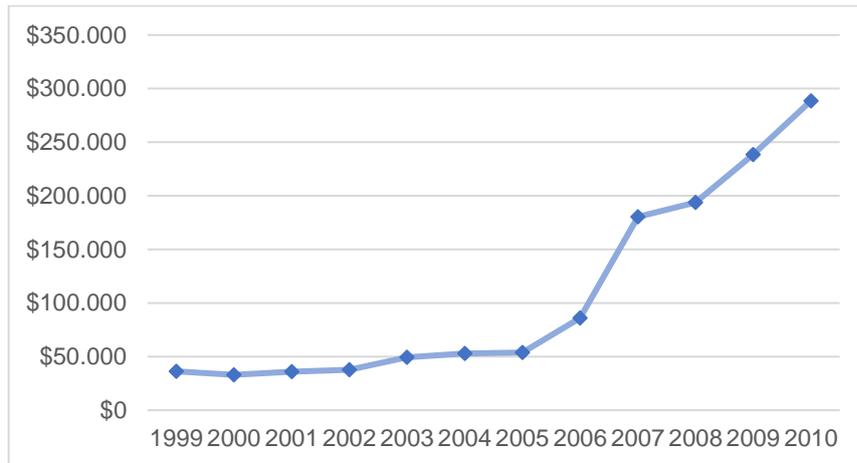


Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis no Banco Central do Brasil.

Apesar da manutenção desse conservadorismo da política econômica e da revisão da meta de 2003 não houve o cumprimento da meta de inflação nesse ano, muito devido aos efeitos dos choques ao ano anterior, os quais fizeram com que a inflação superasse em quase dois pontos percentuais a meta de 5,5%. Em 2004, o ano fechou em 7,6%, também superando a meta determinada para esse ano.

O desempenho externo nos primeiros anos de mandato de Lula foi amplamente beneficiado pelas condições de crescimento mundial e pela elevada liquidez internacional, sendo representados pelo “efeito China”, devido às incomparáveis altas taxas de crescimento econômico que provocaram uma alta demanda de matérias primas, provocando o *boom* dos preços das commodities. No gráfico acima, tal período pode ser identificado pela flutuação da inflação dentro das metas estabelecidas e os principais resultados para a economia brasileira, apontados por Oreiro e Dezordi (2006), foram quatro anos de superávit na conta transações correntes do balanço de pagamento, aumento das reservas internacionais, crescimento do fluxo de comércio e diminuição da dívida externa.

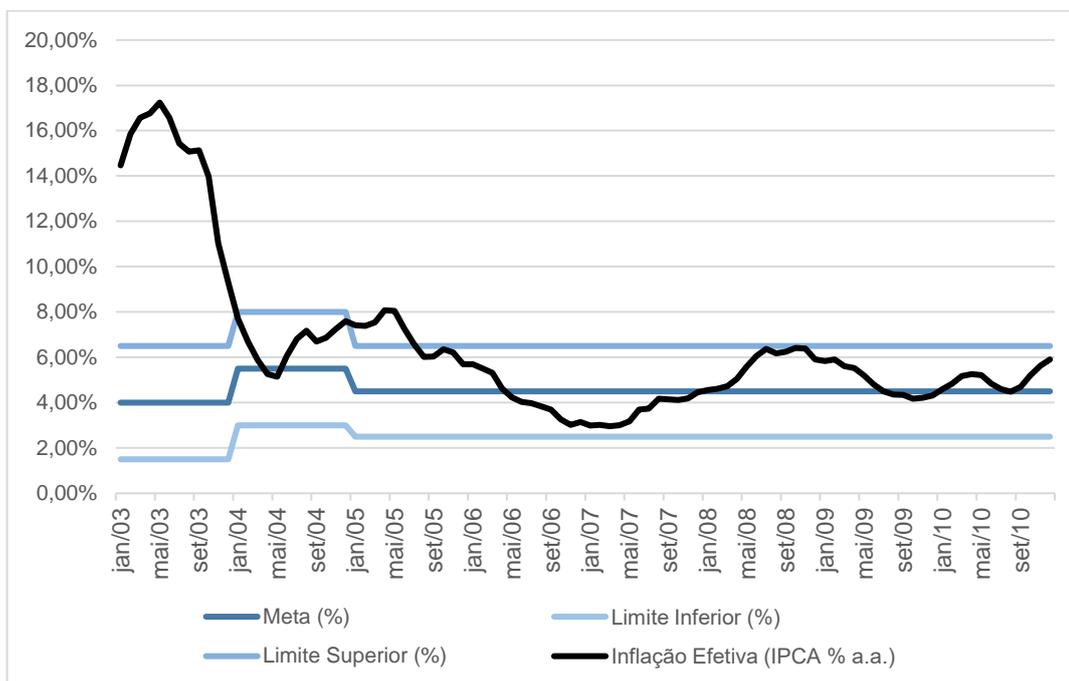
Figura 6: A evolução das reservas internacionais (total anual em US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis em IBGE.

A manutenção da política monetária restritiva, a qual já vinha também apresentando resultados favoráveis para o controle da inflação desde o governo anterior, podendo ser observada pela manutenção de altas taxas de juros Selic e os efeitos da condução de política monetária equivalente ao período de vulnerabilidade dos choques dos anos anteriores fizeram com que a inflação convergisse mais rapidamente à meta. Tal efeito foi analisado por Balbino et al. (2011), levantando-se as hipóteses que de com o passar do tempo, a credibilidade no regime de metas de inflação foi aumentando e o esforço em termos de taxa de juros, necessário para fazer a inflação convergir tornou-se cada vez menor. Os autores constatam, então, uma postura efetivamente mais conservadora de condução de política monetária por parte Meirelles do que a gestão de seu antecessor, Armínio Fraga, que pode ser atribuído também ao medo de que a expectativa de inflação continuasse alta.

Figura 7: Desempenho do RMI nos anos do Governo Lula (2003-2010)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis em IBGE (a respeito do IPCA) e Banco Central (metas de inflação e sua banda de variação).

O conservadorismo na condução da política monetária se apoia na crença de que a que a inflação é altamente prejudicial ao crescimento econômico e, conseqüentemente, a estabilidade é o principal objetivo a ser alcançado pela política monetária. De acordo com Modenesi (2010), essa visão é aceita por grande parte dos formadores de opinião, da academia e da sociedade em geral, porém, os custos de uma política monetária restritiva se inserem marginalmente dentro no debate acerca da estabilidade. Dessa forma, o autor sumariza três modos pelos quais a elevação dos juros diminui o bem-estar social:

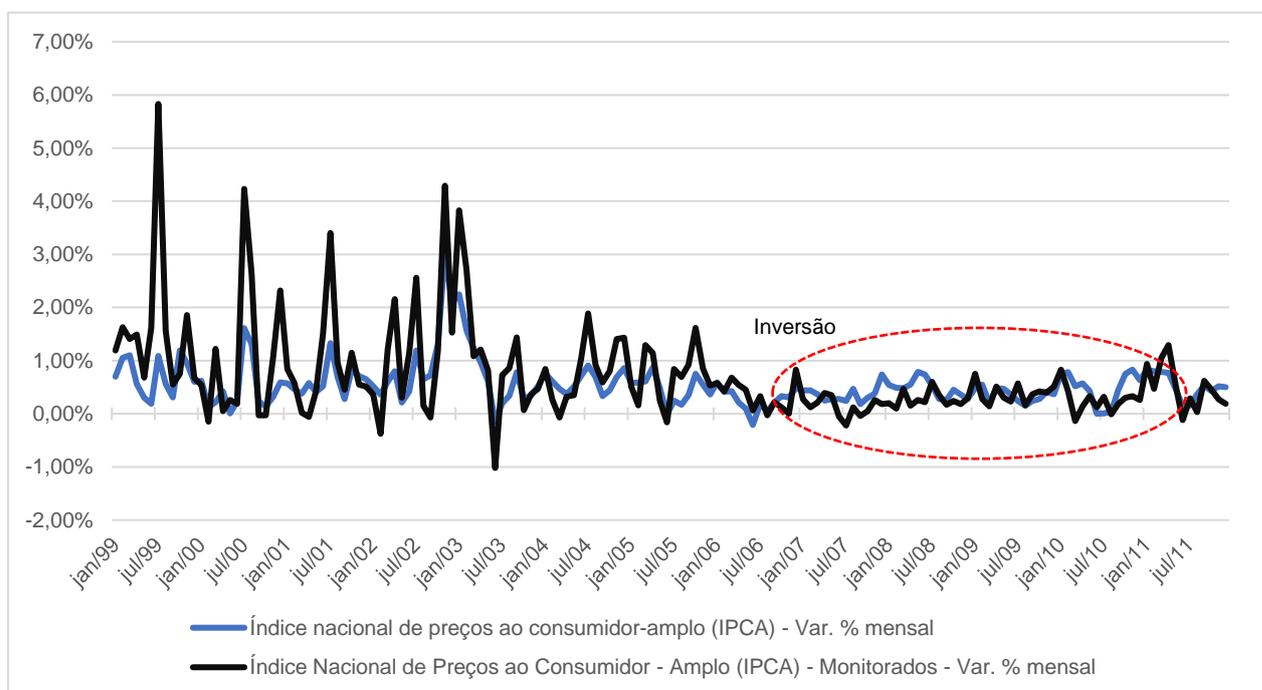
- 1) desestímulo ao investimento privado, o que reduz a demanda agregada e, portanto, diminui a taxa de crescimento do PIB;
- 2) valorização do real, por conta da maior rentabilidade dos ativos financeiros domésticos que estimula a entrada de capitais externos; com isso, há a redução da competitividade das exportações e a deterioração do saldo total do balanço de pagamentos;
- 3) aumento das despesas com o serviço da dívida pública, o que limita os gastos de custeio e de investimento do governo

Até a crise de 2008, a escolha de condução de política monetária no caso brasileiro estava associada a um mercado externo favorável e a adoção de um conjunto de políticas

socioeconômicas atenuaram os efeitos dos juros altos elencados acima. Entre 2004 e 2007, foram alcançadas taxas de crescimento do PIB acima de 5%, constituindo um “Milagrinho Econômico” nos anos do governo Lula, conforme argumentado por Carvalho (2018). Uma das receitas para crescimento econômico estava associada à distribuição de renda, às políticas de valorização do salário mínimo e ao fomento do consumo por parte das famílias.

Esse conjunto de ações impactou diretamente o consumo dos trabalhadores, a partir do aumento de seu poder de compra viabilizado pelo aumento da renda das classes baixas. Pelo aspecto monetário, esse movimento significou uma pressão inflacionária de serviços, a qual potencializou a participação dos preços livres na variação da inflação. Analisando o comportamento da inflação a partir da composição de preços administrados e preços livres na variação do IPCA, o que se observa é que desde a implementação do RMI, os preços administrados eram os que mais contribuíram para o aumento da inflação. A partir de 2007, houve uma substituição do protagonismo da pressão inflacionária por parte dos preços monitorados pelos preços livres. Fatores que podem explicar a cauda dessa inflexão são os resultados das políticas redistributivas de renda e de valorização do salário, tendo aumentos sistemáticos acima dos preços livres, como se pode observar no gráfico abaixo:

Figura 8: Variação mensal do IPCA e do IPCA dos preços monitorados (1999– 2011)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis no IBGE.

A observação da dinâmica dos preços administrados é importante pois a determinação de seus preços difere da dos preços livres de três modos diferentes, conforme (Minella et al. 2003, p. 7):

- i) dependência de preços internacionais (como é o caso de produtos derivados do petróleo);
- ii) grande *pass-through* por conta da taxa de câmbio;
- iii) maior comportamento *backward-looking*, devido ao fato dos serem ajustados com uma periodicidade regular a partir de determinado índice, como o caso da eletricidade pelo Índice Geral de Preços (IGP).

Consequentemente, considerando a importância dos preços administrados na determinação da taxa de inflação brasileira, as pressões inflacionárias que sensibilizam o BCB a aumentar a as taxas de inflação talvez mais do que seria necessário para conter a inflação dos preços de mercado. Segundo Arestis et al (2008), isso ocorre pois o BCB precisa acomodar os efeitos secundários que surgem de choques dos preços monitorados através da variação da Selic, a qual não é tão eficiente controle desses tipos de preço.

Com a crise financeira internacional, tornou-se comum o uso de “novos instrumentos” de política monetária por parte dos bancos centrais ao redor do mundo, devido ao esgotamento do instrumento convencional da manipulação da taxa de juros de curto prazo. De acordo com Oliveira et al (2016), nos países desenvolvidos o uso de medidas macroprudenciais visava a estabilidade do sistema financeiro, na tentativa de restabelecer o funcionamento adequado dos mercados financeiros e da intermediação financeira e o estímulo à atividade econômica, de modo a viabilizar o uso suplementar da política monetária como mecanismo anticíclico de combate à crise. Como no caso brasileiro, também foram utilizadas as medidas macroprudenciais em economias emergentes, mas com o objetivo de evitar maiores distorções decorrentes do elevado diferencial de taxas de juros interna e externa e para viabilizar o cumprimento da meta de inflação.

Uma das tentativas de contenção das pressões inflacionárias se deu pelo o sistema de depósitos compulsórios, cujos efeitos sobre as condições monetárias derivam da variação do volume de recursos que os bancos podem transformar em crédito para a economia, controlando, pois, os agregados monetários. Para compensar a iliquidez internacional, devido à fuga da de capital internacional de curto prazo de títulos cujos riscos são maiores, como no caso brasileiro, conjunto de medidas relacionadas aos compulsórios ocasionou redução do montante agregado

recolhido, de pouco mais de R\$250 bilhões para cerca de R\$180 bilhões, minimizando os efeitos adversos que seriam causados por elevações ainda maiores da taxa Selic.

As ações do governo acompanharam o movimento dos países desenvolvidos, substituindo a política monetária pró-cíclica e assimétrica por medidas que garantiam maior flexibilidade e atuação governamental para poder responder aos efeitos recessivos generalizados globais. Segundo Jardim (2013), a estratégia foi pautada no investimento no mercado interno e na geração de emprego e de renda, a partir de medidas como as de redução da taxa Selic; liberação de crédito; redução de impostos para elevação do consumo interno; manutenção de políticas de valorização do salário mínimo; fortalecimento do investimento público no setor produtivo através do fortalecimento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC); e ampliação de programas sociais, com o Bolsa Família. Dessa forma, pode-se observar uma mudança na atuação do Estado como articulador e indutor de políticas, sendo ele um dos principais atores para tentar manter a demanda aquecida e mitigar os efeitos domésticos da crise internacional.

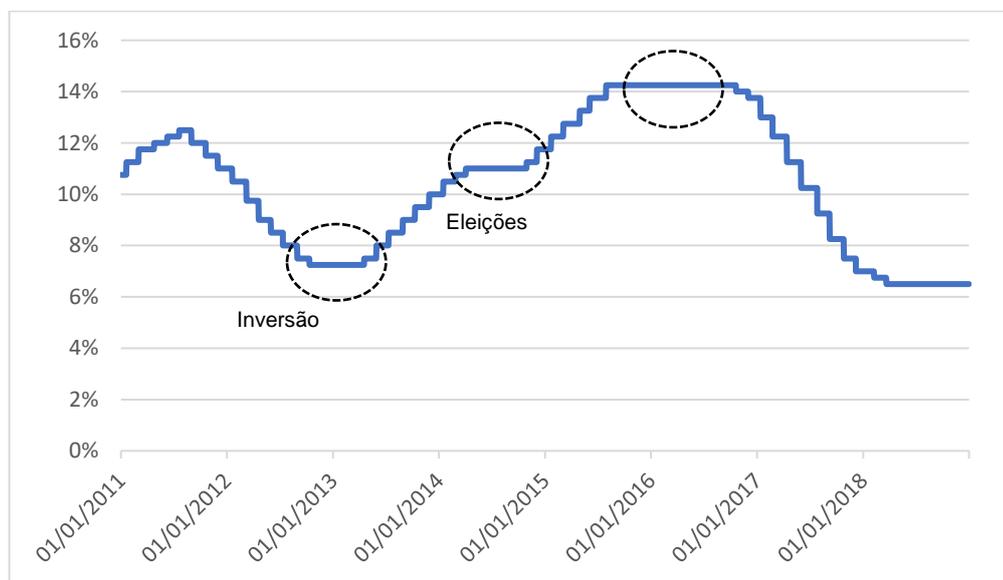
O movimento descrito no parágrafo acima foi possibilitado pelo bom desempenho macroeconômico dos indicadores da economia real, como baixas taxas de desemprego e uma estabilidade em indicadores do setor externo. Outro fator foram os altos níveis das reservas internacionais, os quais foram capazes de conter em certo grau o movimento de variação cambial provocado pela fuga de capital, movimento característico do capital internacional de curto prazo de escolher decisões de investimento que apresentem menor risco frente à incerteza predominante no cenário internacional, devido à crise financeira originária no setor imobiliário norte-americano.

2.2.4 Governos Dilma (2011-2018)

O primeiro Governo de Dilma foi marcado por controvérsias e inconsistências macroeconômicas, conforme apontado por Nader (2018). Em relação à condução da política monetária, sob gestão do Ministro da Fazenda Guido Mantega, seu mandato pode ser dividido em dois subperíodos: o primeiro, com início no segundo semestre de 2011, foi marcado pelo movimento de queda da taxa Selic, a qual percorreu uma trajetória descendente até a taxa atingir o piso histórico de 7,25% em outubro, possibilitado pelo uso de medidas não convencionais e alternativas à manipulação da taxa de juros para o controle inflacionário; já a partir de abril de 2013, inicia-se uma reversão desse movimento, marcado por acentuado aumento da taxa de

juros, na tentativa de retomar o controle da condução macroeconômica a partir da manipulação da Selic, a qual aproximou-se ao patamar de juros encontrado no início do mandato de Dilma. Esse movimento pode ser observado na figura 9.

Figura 9: Meta para a Taxa Selic (2011-2018)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis no Banco Central do Brasil.,

Observa-se, então, no primeiro biênio do governo Dilma, o ambiente externo passou a ser considerado mais turbulento, com grandes reduções nas projeções de crescimento dos principais blocos econômicos (BCB, 2011c) e sinais de moderação da atividade doméstica. Para o BCB, isso tornou o balanço de riscos para a inflação mais positivo, pelo maior hiato do produto, o qual passou a utilizar medidas macroprudenciais para auxiliar no controle inflacionário. Destacam-se as medidas de diminuição da taxa de juros, maior discricionariedade na variação dos preços administrados e liberação do crédito e ampliação do papel dos bancos públicos, na tentativa de estimular a demanda agregada e diminuir os custos dos setores produtivos.

Segundo Oliveira et al (2016), a utilização do sistema de depósitos compulsórios foi deliberada para auxiliar na operação do RMI, havendo grande compatibilidade entre o regime de metas para a inflação e o uso de instrumentos macroprudenciais.

O afrouxamento monetário foi viabilizado por ações complementares, como o uso de uma maior intervenção na determinação governamental dos preços administrados, principalmente os preços da gasolina. Esse movimento é caracterizado como parte de uma série

de medidas macroprudenciais que marcaram esse governo. No caso da gasolina, a interferência em seus preços se deu principalmente em 2012, como apresentado por Azevedo e Serigati (2015), a partir da desoneração completa da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide), imposto incidente sobre a comercialização de gasolina e diesel, provocando distorções microeconômicas que podem ser percebidas pela queda de rentabilidade da indústria do etanol, a qual foi fortemente impactada pelos preços mais competitivos dos derivados de petróleo.

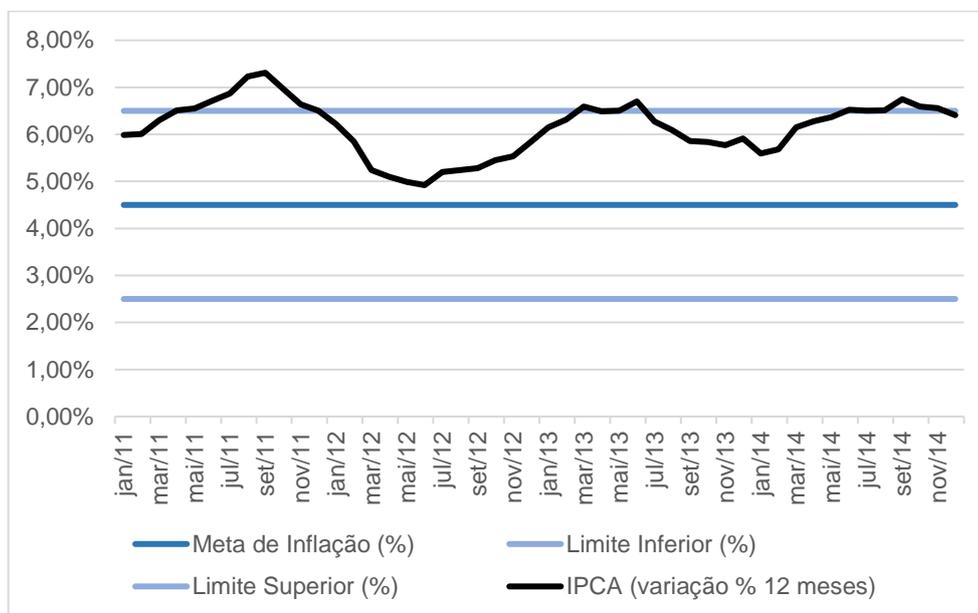
A aposta de crescimento econômico se deu pela liberação de crédito para aquecimento da demanda interna, como resposta à crise internacional, à queda dos preços das commodities e à desaceleração do comércio internacional, considerando a estagnação dos países europeus e a lenta recuperação da economia norte-americana. A combinação da estratégia de crescimento econômico, em resposta à mudança no cenário externo, junto à flexibilização da política monetária desencadeou o início de uma tendência de piora dos indicadores macroeconômicos e fiscais, com destaque para uma redução significativa do superávit primário.

A associação desse cenário ao processo de aceleração inflacionária do final de 2012 e de um decepcionante crescimento econômico ao fim daquele ano, explicitou os dilemas do regime de política macroeconômica e os limites da própria estratégia de flexibilização que caracterizou o primeiro biênio do governo Dilma (Cagnin et al, 2013, p. 185). Como não houve a concretização de um crescimento econômico fruto dos resultados de tais políticas, o combate à inflação voltou a ocupar o papel central na preocupação das autoridades do governo em 2013. Como resposta às persistentes pressões inflacionárias e a saturação dos efeitos das medidas macroprudenciais, a resposta da autoridade monetária no segundo semestre de 2013 veio através da política de metas de inflação, caracterizando o início de uma nova fase de elevação da taxa de juros Selic.

Ao final do primeiro mandato da presidenta, conforme apresentado por Nader (2018), pode-se destacar no âmbito doméstico o baixo dinamismo do investimento, uma vez que as medidas aplicadas até então não foram suficientes para alavancar o investimento privado e atrofiaram a capacidade de investimento público, baixo crescimento do PIB, a desaceleração do crédito e do consumo das famílias a deterioração das contas públicas. Já no âmbito externo, as tendências de comércio internacional não favoráveis são marcadas pela lenta recuperação dos países centrais e uma gradual desaceleração da China. Dessa forma, a taxa de variação da

inflação no primeiro mandato de Dilma mantém persistentemente perto do teto da meta, porém fechando todos os anos dentro da meta, uma vez que o resultado é medido a partir da variação do acumulado anual, conforme observado no gráfico abaixo (figura 10).

Figura 10: Resultado do RMI anos do Primeiro Governo Dilma (2011-2014)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis em IBGE (a respeito do IPCA) e Banco Central (metas de inflação e sua banda de variação).

Após a vitória no segundo turno de Dilma, a tentativa de estabilizar a economia pode ser representada pela escolha de Joaquim Levy como Ministro da Fazenda, a partir de 2015, simbolizando o período de políticas recessivas, com inspiração ortodoxa e a aplicação de uma série de reajustes fiscais e monetários. Tal fenômeno está descrito em Carvalho (2018), com a aposta do governo em mais cortes de gastos visando a consolidação, o que nas contas públicas significou uma queda dos investimentos públicos e no aumento da Selic.

Esse também foi o período de realinhamento dos preços administrados como forma de erradicar a defasagem que certos preços apresentavam, principalmente os da gasolina e do setor elétrico, de forma a tentar reconstituir as margens de lucro e rentabilidade das empresas que ofertam esses serviços e diminuir a presença da discricionariedade no âmbito microeconômico. Tal movimento, entretanto, não foi gradual, mas sim típico de um choque econômico que acompanha quase todas as experiências de implementações de medidas

neoliberais, descrito em Klein (2008), o que implicou em altos impactos na trajetória do PIB e no consumo das famílias.

Como resultado, no início de 2016, foi escrita a “Carta Aberta” para justificar o não cumprimento da meta, com a inflação batendo persistentemente o teto da meta por diversos meses e completando o ano de 2015 com a variação do IPCA alcançando o valor de 10,67%, o qual ultrapassou o limite superior do intervalo de tolerância acima da meta de 4,5% ao ano (a.a.), estabelecida pelo CMN por meio da Resolução nº 4.237, de 28 de junho de 2013. As justificativas oficiais para tal resultado descritas foi justamente a variação dos preços administrados, os quais alcançaram o patamar de variação de 18,07% no ano de 2015, em comparação aos 5,35% de variação no ano anterior e ao movimento da taxa de câmbio.

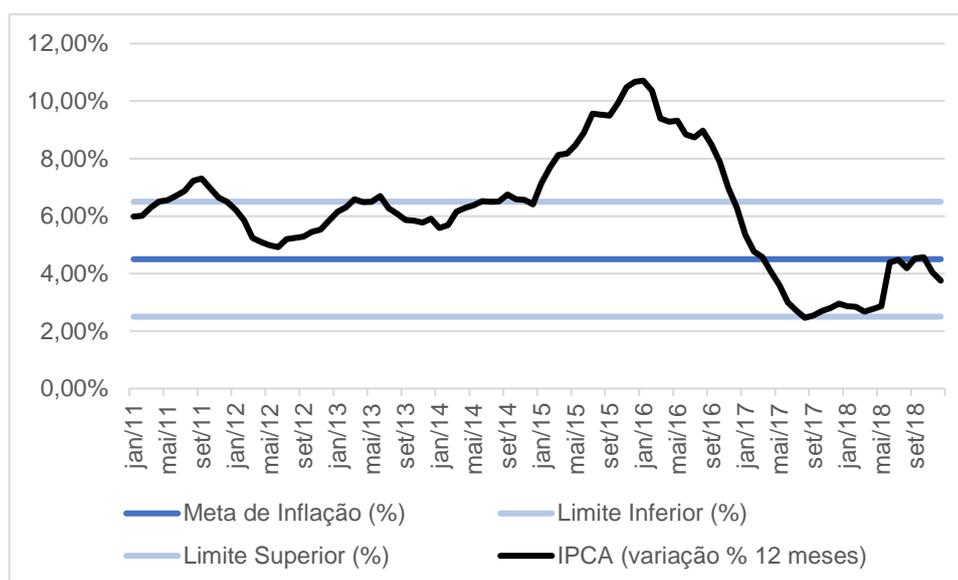
Os resultados fiscais não favoráveis contribuíram para uma queda da participação do investimento público em infraestrutura social e física no total dos gastos governamentais. Dessa forma, o resfriamento da demanda se dará também pela diminuição do consumo por parte do governo, o qual tentará, via medidas macroprudenciais, estimular o crescimento privado a partir de desonerações e tentativas de diminuição da matriz de custos dos empresários, o que será denominado por Carvalho (2018) de “Agenda FIESP”, fazendo alusão à uma política de fomento da indústria nacional via políticas setoriais. Ou seja, a aposta da equipe econômica do governo era que os investidores privados pudessem substituir o nível de investimento público, o qual vinha perdendo sua capacidade de produção devido à piora dos resultados fiscais.

Isso provocou uma queda na confiança dos agentes econômicos e certa perda de credibilidade do BCB, com a percepção de parte da sociedade da influência política em suas decisões, criando as bases para a corrosão da própria sustentação de Dilma. Do ponto de vista das expectativas, foi-se criando uma visão contrária à condução econômica de Dilma, sendo ela a culpada pela piora do desempenho do crescimento do PIB, devido à corrosão dos indicadores fiscais. Ao passo que o governo atribuía ao cenário externo as causas para a desaceleração econômica, devido à estagnação das maiores economias internacionais e a queda dos preços de commodities, o que contribui para desvalorização do câmbio, gerando mais um ponto de pressão inflacionária que ia além da tomada de decisão do âmbito doméstico a partir de sua equipe econômica, comandada por Levy.

Levy não permaneceu um ano no cargo e com a sua saída, a tensão se intensificou no governo, acentuando a fragilidade nas bases de sustentação do governo, o qual apresentava forte dificuldade para costurar acordos políticos, dando início ao período em que todos os

esforços estavam voltados à manutenção do próprio mandato da presidenta (Carvalho, 2018). Com o estouro da meta de inflação e a deflagração da recessão na economia brasileira, surgem duas convenções na formação de expectativas dos agentes que moldarão todo o debate público em torno da figura da presidenta, são elas a “panaceia do impeachment” – entendimento de que todos os indicadores econômicos melhorarão com a saída da presidenta – e o aparecimento da “fada da confiança” – a retomada da confiança dos agentes caso seja cumprido todo o receituário ortodoxo de consolidação fiscal, de modo a estimular novamente a economia.

Figura 11: Resultado do RMI nos anos do Segundo Governo Dilma (2014-2018)



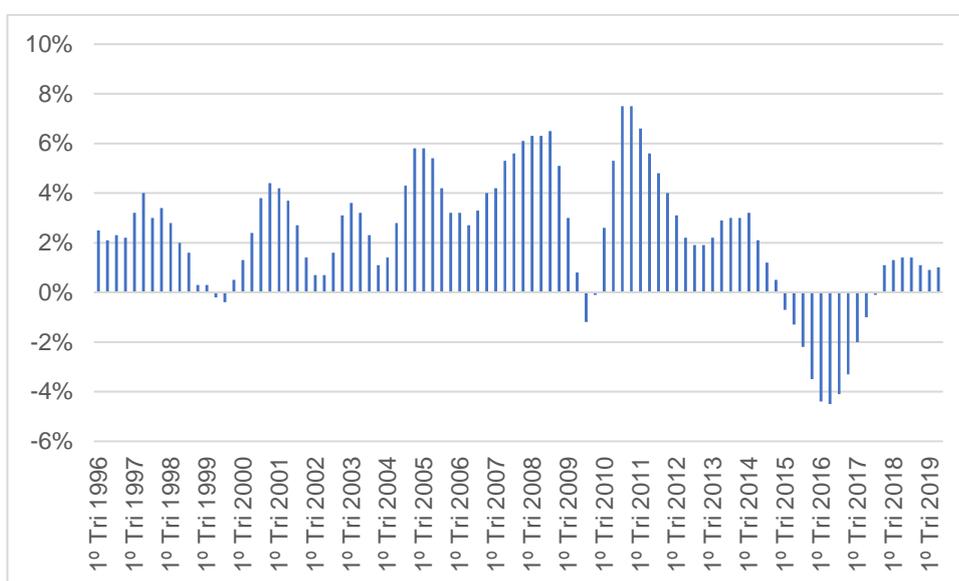
Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis em IBGE (a respeito do IPCA) e Banco Central (metas de inflação e sua banda de variação).

Com o fortalecimento da oposição e a construção de um imaginário no qual a panaceia do impeachment encontrava bases concretas, as justificativas para o golpe institucional de Dilma vieram do âmbito fiscal, criminalizando o uso de “pedaladas fiscais” para dar início ao processo de impeachment. Seu afastamento do cargo se deu no início de 2016 e antes mesmo da conclusão desse processo, o até então vice-presidente Michel Temer já tinha iniciado a promoção de sua agenda econômica “Ponte para o Futuro”, com medidas de austeridade fiscal tiveram forte impacto no comportamento da inflação, como observado na figura 11.

Após o choque inflacionário visando à correção de distorções microeconômicas causadas pela atuação governamental nos preços administrado, o que se observa como resultado

da administração da equipe econômica de Temer é um choque recessivo com graves efeitos na trajetória do PIB e na demanda agregada. Os custos para se manter a inflação dentro do intervalo da meta foram muito elevados em termo de crescimento do PIB, vide figura 12 abaixo que nos mostra que nos anos de 2016 e 2017 o Brasil passou pela mais grave recessão econômica de desde o período da estabilização. Nesses anos, o resultado econômico também não foi aliviado pelos efeitos na taxa de câmbio, a qual tradicionalmente contribui para a estabilização da inflação doméstica e melhora na balança comercial nacional.

Figura 12: PIB a preços de mercado - taxa acumulada em quatro trimestres



Fonte: Dados IBGE, elaboração própria

CONCLUSÃO

A popularidade da adoção do regime de metas de inflação como principal instrumento de política monetária, na década de 1990, é das expressões da aceitação, por boa parte da academia e dos agentes tomadores de decisões, na crença de que a inflação estável e baixa é condição necessária para se obter um bom desempenho econômico e que ela é principalmente um fenômeno de demanda. No caso brasileiro, a implementação do regime se deu não somente pelo objetivo de se estabilizar a inflação, mas também pelo ensejo dos efeitos de desinflação, uma vez que a ancoragem das expectativas através do câmbio se mostrou insustentável para o controle inflacionário para a maioria das economias emergentes, as quais foram abandonando esse tipo de controle monetário ao longo do final da década de 90.

Considerando, então, nosso histórico de altas taxas inflacionárias e o contexto de instabilidade macroeconômica provocado, principalmente, pelas crises cambiais internacionais, a definição do arcabouço do regime de metas de inflação no Brasil, no momento de uma implementação em junho de 1999, contém vários elementos de rigidez. A justificativa para tal desenho com condições pouco flexíveis (como exemplo, a ausência de cláusulas de escape), por parte das autoridades monetárias, se deu pela necessidade de se construir e garantir a credibilidade ao regime desde o início, com o intuito de não gerar suspeitas à sociedade, em especial a alguns setores, como os investidores, em relação ao comprometimento das autoridades monetárias com o cumprimento das metas anunciadas (Bogdanski, 2010).

Entretanto, a aceleração inflacionária de 2002, logo nos primeiros anos do funcionamento do RMI, foi fruto de choques exógenos tão intensos que mesmo sob um regime monetário contracionista, as autoridades monetárias optaram por limitar a elevação sistemática da Selic, tendo em vista os altos custos ao desempenho econômico que um movimento mais acentuado da taxa de juros básica poderia causar (Balbino et al, 2011). Dessa forma, no ano de 2002, foi escrita pela primeira vez a “Carta Aberta” ao Presidente da República por parte do Ministro da Fazenda, com as justificativas do não cumprimento da meta de inflação naquele ano. Os efeitos de tais choques ainda tiveram efeito da inflação dos anos de 2003 e 2004, a qual não convergiu à meta mesmo com a revisão para cima da meta cheia.

Um dos principais motivos da divergência da meta nesses anos, conforme Arestis et al (2008), é o efeito da variação do câmbio na composição do índice de inflação. Considerando as características da economia brasileira, a forte desvalorização cambial intensificou os efeitos *pass-through* do câmbio, tanto via direta pelos preços dos produtos

importados quanto pela via indireta através dos preços administrados. A variação da taxa de câmbio é um dos principais elementos que podem justificar a convergência ou a extrapolação do comportamento da inflação em relação à meta, conforme a visão heterodoxa. Os primeiros anos dos anos 2000, especialmente nos quais a inflação divergiu da meta, é simbólico, nesse caso, para demonstrar a influência de fatores exógenos na definição da trajetória da inflação e como a manipulação da taxa de juros pode ser excessiva e ineficaz na contenção de certas pressões inflacionárias.

A trajetória da inflação dentro dos limites de variação da meta nos anos seguintes foi beneficiada pela melhora no desempenho externo, favorecido principalmente pelo *boom commodities* e as taxas crescimento da economia chinesa. Além disso, as decisões de política econômica do Governo Lula eram fomentadoras de demanda agregada interna, como as definições de valorização do salário mínimo e aumento do investimento público em infraestrutura social e física. Tal período, argumenta Carvalho (2018), pode ser caracterizado como “Milagrinho Econômico”, devido às altas taxas de crescimento do PIB, as quais permitiram uma melhora na qualidade da dívida pública brasileira e proporcionaram um alívio às pressões inflacionárias.

Com a crise financeira internacional de 2008, houve um movimento de flexibilização da política monetária dos países desenvolvidos, devido à queda de liquidez no mercado de capital internacional. Além do afrouxamento monetário, com as sucessivas quedas das taxas de juros dos principais Bancos Centrais do mundo, houve também a adoção de uma série medidas macroprudenciais para tentar reorganizar a liquidez dos sistemas bancários (Oliveira et al, 2016). Nas economias emergentes, também foram utilizadas medidas alternativas à manipulação da taxa de juros para conter os efeitos da crise e, no caso brasileiro, um dos principais instrumentos foi o sistema de depósitos compulsórios, atuando na definição das demais taxas de juros do sistema bancário.

A estratégia de mitigação dos efeitos da crise internacional, associada à manutenção do estímulo da demanda agregada e à adoção de algumas medidas macroprudenciais, começou a mostrar sinais de esgotamento em 2011. Nesse ano, há o início do mandato de Dilma, marcado principalmente por inconsistências na condução da política macroeconômica e por tentativas não ortodoxas de estímulo ao crescimento econômico, que não se concretizou.

Na tentativa de recorrer às medidas alternativas ao movimento de variação na Selic para conter as pressões inflacionárias, o governo adotou deliberadamente medidas

macroprudenciais, como uma postura de maior interferência na determinação dos preços administrados (Azevedo e Serigati, 2015). Esse ensaio de maior flexibilidade da política monetária não foi suficiente para atrair o investimento a longo prazo por parte dos agentes privados. Desse modo, as autoridades monetárias retomaram sua atenção ao regime de metas de inflação, aumentando sucessivamente as taxas de juros. Tal movimento só foi interrompido pelo período eleitoral, momento no qual a inflação ameaçou escapar da meta, porém fechou o ano de 2014 dentro do intervalo de variação.

A reeleição de Dilma significou, no campo macroeconômico, uma aposta ainda maior na tradição ortodoxa para combater a inflação. Com o abandono de todos os instrumentos não convencionais de controle inflacionário, em 2015 houve uma aceleração acentuada da trajetória do IPCA, marcando um segundo momento na história brasileira de divergência da meta de inflação, puxado principalmente pelo impacto dos preços administrados. Diferentemente dos primeiros anos da década de 2000, os anos que sucederam o estouro da meta de inflação foram marcados por uma redução drástica no produto doméstico, com uma recuperação muito lenta dos indicadores de crescimento econômico. A falta de dinamismo interno e a incapacidade do setor externo de elevar a demanda, tendo em vista a retração do comércio internacional, associada às políticas de austeridade que continuaram a ser aplicadas nos governos seguintes, acentuam os altos custos de manutenção da estabilidade monetária, denunciada pela teoria heterodoxa.

Assim, as últimas duas décadas de implementação do regime de metas de inflação são marcadas pela forte influência externa na determinação dos principais preços que compõem o IPCA, pelo conservadorismo

REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P., SAWYER, M. **Inflation Targeting: A Critical Appraisal**. The Levy Economics Institute and University of Leeds, 2003.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. F. de; FERRARI-FILHO, F. **Inflation Targeting in Brazil**. The Levy Economics Institute, 2008.
- AZEVEDO, P. F. DE; SERIGATI, F. C. Preços administrados e discricionariedade do Executivo. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 3, p. 510-530, Set. 2015.
- BALBINO, C. E.; COLLA, E.; TELES, V. K. A Política Monetária Brasileira sob o Regime de Metas de Inflação. **Revista de Economia Política**, v. 65, n. 2, p. 113-126, Jun., 2011.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v.1, n. 1, p. 1-97, jun., 1999
- BARBOSA, N. Dez anos de política econômica. In: SADER, E. (org.). **10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma**. São Paulo: Boitempo; Rio de Janeiro: FLACSO, 2013. p. 69-102.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; WERLANG, S. R. C; **Implementing inflation targeting in Brazil**. Working Paper Series. Banco Central do Brasil, jul, 2010.
- CAMPEDELLI, A. L. O regime de metas de inflação: uma crítica a partir da visão heterodoxa. **Ensaios Econômicos**. v. 30 n. 1, 2015.
- CAMPEDELLI, A. L. O regime de metas de inflação no Brasil: um balanço do governo Dilma. **Revista Nexos Econômicos**. v. 10, n. 2, jul.-dez. 2016.
- CAGNIN, R. F. Magalhães PRATES, D. M.; FREITAS, M. C. P. de; NOVAIS, L. F. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos Estudos, CEBRAP** 97, novembro 2013 pp. 169-185.
- CARRARA, A.; CORREA, A. O Regime de Metas de Inflação do Brasil: uma Análise Empírica do IPCA. **Revista de Economia Contemporânea**. v. 16, n. 3, p. 441-462, set-dez/2012.
- CARVALHO, L. **Valsa brasileira**. São Paulo: Todavia, 2018.
- CUKIERMAN, A., WEBB, S & NEYAPTI, B. **Measuring the Independence of central banks and its effects on policy outcomes**. World Bank Economic Review, v. 6 p. 353-398. Set., 1992.
- DWECK, Esther; TEIXEIRA, R. A. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. **Texto para Discussão**. Unicamp. IE, Campinas, n. 303, jun. 2017.

KLEIN, Naomi. **A Doutrina do Choque: a ascensão do capitalismo de desastre**. Rio de Janeiro, Nova Fronteira, 2008.

JARDIM, Maria Chaves. A crise financeira de 2008: os discursos e as estratégias do governo e dos fundos de pensão. **Dados**, v. 56, n. 4, p. 901-941, Dez. 2013.

KRIESLER, P.; LAVOIE, M. A Critique of the New Consensus View of Monetary Policy. **The Economic and Labour Relations Review**, 16(1), 7–15, 2005.

MEIRELLES, H. Pronunciamento no encerramento do XI Seminário Anual de Metas para a Inflação. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para A Inflação No Brasil 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.

MINELLA, A.; FREITAS, P.; GOLDFAJN, I.; MUINHOS, M. Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. **Working Paper Series**, n 77, Banco Central do Brasil, nov. 2003. p. 1-32.

MISHKIN, F. Will Monetary Become More of A Science? **NBER Working Paper**, Cambridge: National Bureau of Economic Research, n. 13566, oct. 2007.

MODENESI, A. **Regimes monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 3, p. 389-411, Set. 2012.

NADER, G. A economia política da política monetária no Primeiro Governo Dilma: uma análise sobre taxa de juros, convenção e rentismo no Brasil. **Economia e Sociedade.**, v. 27, n. 2, p. 547-575, ago. 2018.

OLIVEIRA, G.; ROLIM, L.; BLIKSTAD, N.. Regime de metas para a inflação e medidas macroprudenciais: uma análise à luz da experiência brasileira recente (2008-2013). **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, [S.l.], v. 27, n. 1(49), mar. 2016.

OLIVEIRA, G.; TUROLLA, F. Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas. **Tempo social**, v. 15, n. 2, p. 195-217, Nov. 2003.

OREIRO, J. L.; DEZORDI, L. Uma Avaliação da Política Macroeconômica do Governo Lula I. **Revista Economia & Tecnologia**, [S.l.], v. 2, n. 4, dez. 2006. ISSN 2238-1988.

ROCHON, L. P. The more things change... Inflation targeting and central bank policy. **Journal of Post Keynesian Economics**. Vol. 28, No. 4 (Summer 2006).

SICSU, J. Keynes e os Novos Keynesianos. **Revista de Economia Política**, vol. 19, no 2 (74), abril-junho de 1999.

SICSÚ, J. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise Econômica**, ano 21, nº 39, Mar 2003.

SINGER, A. A segunda alma do partido dos trabalhadores. **Novos estudos CEBRAP**, n. 88, p. 89-111, Dez. 2010.

THIRLWALL, A. P. The renaissance of Keynesian economics. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, 186, pp. 327-37. 1993.