

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALFENAS**

**ARLINDO VICENTE DE ANDRADE NETO**

**A ECONOMIA POLÍTICA DA ESTABILIZAÇÃO: UMA ANÁLISE DO DEBATE  
PÚBLICO BRASILEIRO SOBRE AS METAS DE INFLAÇÃO, 2011-2022**

**VARGINHA-MG**

**2024**

**ARLINDO VICENTE DE ANDRADE NETO**

**A ECONOMIA POLÍTICA DA ESTABILIZAÇÃO: UMA ANÁLISE DO DEBATE  
PÚBLICO BRASILEIRO SOBRE AS METAS DE INFLAÇÃO, 2011-2022**

Dissertação apresentada como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia, pela Universidade Federal de Alfenas. Área de concentração: Economia.

Orientador: Prof. Dr. Thiago Fontelas Rosado Gambi.

**VARGINHA-MG**

**2024**

Sistema de Bibliotecas da Universidade Federal de Alfenas  
Biblioteca Campus Varginha

Andrade Neto, Arlindo Vicente de.

A economia política da estabilização : uma análise do debate público brasileiro sobre as metas de inflação, 2011-2022 / Arlindo Vicente de Andrade Neto. - Varginha, MG, 2024.

136 f. : il. -

Orientador(a): Thiago Fontelas Rosado Gambi.

Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal de Alfenas, Varginha, MG, 2024.

Bibliografia.

1. Inflação. 2. Regime de metas. 3. Política monetária. 4. Debate público. I. Gambi, Thiago Fontelas Rosado, orient. II. Título.

ARLINDO VICENTE DE ANDRADE NETO

**A ECONOMIA POLÍTICA DA ESTABILIZAÇÃO: UMA ANÁLISE DO DEBATE PÚBLICO BRASILEIRO SOBRE AS METAS DE INFLAÇÃO, 2011-2022**

O Presidente da banca examinadora abaixo assina a aprovação da Dissertação apresentada como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Economia pela Universidade Federal de Alfenas. Área de concentração: Economia e Desenvolvimento.

Aprovada em: 15 de Julho de 2024.

Prof. Dr. Thiago Fontelas Rosado Gambi  
Presidente da Banca Examinadora  
Instituição: Universidade Federal de Alfenas

Prof. Dr. Roberto Pereira Silva  
Instituição: Universidade Federal de Alfenas

Prof. Dr. Ivan Colângelo Salomão  
Instituição: Universidade de São Paulo



Documento assinado eletronicamente por **Thiago Fontelas Rosado Gambi, Presidente**, em 15/07/2024, às 17:11, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://sei.unifal-mg.edu.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://sei.unifal-mg.edu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **1281479** e o código CRC **14D4F219**.

Dedico esta dissertação a minha mãe, Maria Jacilene Bezerra de Alencar; a meu pai, Lício Borges de Andrade, e a minha Tia, Ana Lúcia Borges de Andrade Lima, por terem me apoiado nesse momento importante e aos demais familiares e amigos.

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais (Líbio Borges de Andrade e Maria Jacilene Bezerra de Alencar), meus tios (Maria Goreth Borges de Andrade Machado, Ana Lúcia Borges de Andrade, Erivaldo Bezerra Alencar e Antonio Borges de Andrade) por todo apoio, em diversos momentos, desde que comecei a Pós-graduação. Em especial a minha mãe pela compreensão comigo nesse período. A meu pai por me incentivar a continuar com a sagacidade e paciência que é característica sua. E a todos os meus familiares que deram suporte emocional para a minha formação.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Thiago Fontelas Rosado Gambi por ter aceitado o convite de orientação para essa pesquisa e por toda atenção e apoio que recebi de sua parte. Por sua dedicação, competência, amizade e incentivo. Ao Marcel, que sempre deu todo apoio desde o início. Aos meus amigos de convivência que tiveram paciência comigo durante esse período da pesquisa e que sempre me encorajaram para concluí-la. Aos meus amigos que estiveram comigo na caminhada.

A todos os meus professores do PPG Economia, e demais amigos que a UNIFAL-MG me propiciou e aos que colaboraram para a minha formação e de alguma maneira me incentivaram à conclusão do curso de Economia.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Uma economia que diz que precisa primeiro estabilizar, depois crescer, depois distribuir, é uma falácia. E tem sido uma falácia. Nem estabiliza, cresce aos solavancos e não distribui. E esta é a história da economia brasileira desde o pós-guerra [...]. Se você não se preocupa com a justiça social, com quem paga conta, você não é um economista sério. Você é um tecnocrata.

(Tavares, 1995)

## RESUMO

A Obsolescência da teoria keynesiana na década de 70 e os problemas de estagflação dos países desenvolvidos, propiciou uma nova perspectiva para a política monetária. O Conjunto de diretrizes conhecido como Novo Consenso Macroeconômico, resultado da síntese de diversas escolas convencionais do pensamento econômico, tem como principal medida de controle inflacionário o Regime de Metas de inflação, que passa a ser aplicado entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos a partir da década de 90. No Brasil da contemporaneidade, o Regime de Metas de Inflação passa a ser questionado, por causa dos problemas econômicos que assolaram a economia brasileira. Um debate entre economistas favoráveis ao RMI e economistas que defendem uma alternativa ao regime adotado, ocorreu entre 2011 e 2022 e aguçou a discussão no debate público. Nesse sentido, a pesquisa analisa: o contexto, os economistas, os fundamentos que permeiam as discussões e os canais de difusão das ideias utilizados no debate.

**Palavras-Chave:** Inflação; Regime de Metas; Política Monetária; Debate Público.

## **ABSTRACT**

The obsolescence of the Keynesian theory in the 70's and the problems of stagflation in developed countries, provided a new perspective for monetary policy. The set of guidelines known as the New Macroeconomic Consensus, result of the synthesis of several conventional schools of economic thought, has as main measure of inflation control the Regime of Inflation Targets, that is applied between developed and underdeveloped countries since the 1990s. In contemporary Brazil, the Inflation Targets Regime is being questioned because of the economic problems that have plagued the Brazilian economy. A debate between economists favorable to the RMI and economists who advocate an alternative to the adopted regime, occurred between 2011 and 2022 and sharpened the discussion in the public debate. In this sense, the research analyzes: the context, the economists, the fundamentals that permeate the discussions and the channels of diffusion of ideas used in public debate.

**Keywords:** Inflation; Regime of Goals; Monetary Policy; Public Debate.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Grau de Independência do BC: análise de Alesina e Summers .....	36
Gráfico 2- Grau de Independência do BC: análise de Mitchel.....	37
Gráfico 3 - Variação trimestral do Desemprego e da Inflação na Nova Zelândia de 1986 a 2006 .....	44
Gráfico 4 – Variação trimestral do Desemprego e Inflação no Canadá de 1986 a 2006.....	46
Gráfico 5 – Variação trimestral do desemprego e da inflação no Reino Unido de 1986 a 2006 .....	48
Gráfico 6 – Variação trimestral da Inflação e Desemprego no Chile de 1986 a 2006 .....	50
Gráfico 7 – Variação trimestral da Inflação e Desemprego no México de 1987 a 2007.....	53
Gráfico 8- Inflação, preços ao consumidor (% anual) - Brasil, México, Chile, Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido de 1995 a 2006.....	57
Gráfico 9 – Variação trimestral da Inflação e Desemprego no Brasil de 1986 a 2006 .....	61
Gráfico 10- Quantidade de artigos publicados em jornais de grande circulação e jornais alternativos durante o período de 2011-2022 .....	95
Gráfico 11 - Valores em percentuais de publicações em artigos acadêmicos e artigos de jornais ou revistas durante o período de 2011-2022 .....	96

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1- Principais Mudanças no Regime de Política Econômica no Segundo Mandato (1999-2002).....	62
---	----

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - América Latina – dívida externa, inflação e recessão (1978-1983).....	56
Tabela 2 - Indexadores dos títulos públicos 2000/2002 .....	64
Tabela 3 - Principais taxas de juros e o IPCA 1995/2010.....	65
Tabela 4 - Composição do índice cheio de 1999/2022.....	66

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>14</b>
<b>2</b>	<b>ANTECEDENTES TEÓRICOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO</b>	<b>17</b>
2.1	CLÁSSICOS E KEYNESIANOS.....	19
2.2	A CRÍTICA MONETARISTA À VISÃO KEYNESIANA.....	25
2.3	A ESCOLA NOVA CLÁSSICA E AS EXPECTATIVAS RACIONAIS.....	27
2.4	O CONTROLE DA INFLAÇÃO NAS CORRENTES DE PENSAMENTO CONSIDERADAS ATÉ AQUI: UMA BREVE SÍNTESE.....	30
2.5	O RMI E A TEORIA ECONÔMICA.....	31
2.6	O RMI E A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL.....	34
2.7	CONSIDERAÇÕES FINAIS SOBRE O CAPÍTULO 2.....	37
<b>3</b>	<b>CONTROLE DA INFLAÇÃO E NÍVEL DE DESEMPREGO: UMA ANÁLISE DA APLICAÇÃO DO RMI NO MUNDO E NO BRASIL.....</b>	<b>39</b>
3.1	A EXPERIÊNCIA DO RMI EM PAÍSES DESENVOLVIDOS E SUBDESENVOLVIDOS.....	41
3.1.1	O RMI na Nova Zelândia.....	43
3.1.2	O RMI no Canadá.....	44
3.1.3	O RMI no Reino Unido.....	46
3.1.4	O RMI no Chile.....	48
3.1.5	O RMI no México.....	51
3.1.6	Uma breve comparação do RMI em países desenvolvidos e subdesenvolvidos	54
3.1.7	A experiência brasileira com o RMI.....	58
3.2	CONSIDERAÇÕES FINAIS SOBRE O CAPÍTULO 3.....	67
<b>4</b>	<b>ESTABILIZAÇÃO OU DESENVOLVIMENTO? UMA ANÁLISE DO DEBATE PÚBLICO SOBRE O RMI ENTRE 2011 E 2022.....</b>	<b>70</b>
4.1	OS ALICERCES DO DEBATE SOBRE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	72

4.2	DA DÉCADA PERDIDA AO ENCONTRO DO CAMINHO DA ESTABILIZAÇÃO .....	77
4.3	UM BREVE DEBATE SOBRE A APLICAÇÃO DO RMI NO BRASIL (1999-2010) 80	
4.4	O DEBATE PÚBLICO SOBRE AS POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO NO BRASIL (2011-2022) .....	84
<b>4.4.1</b>	<b>Inflação e crescimento: uma contextualização do debate recente .....</b>	<b>85</b>
<b>4.4.2</b>	<b>O debate público sobre as metas de inflação no Brasil.....</b>	<b>93</b>
4.4.2.1	Ortodoxos e heterodoxos: breve discussão sobre método de análise no Brasil .....	96
4.4.2.2	Ortodoxos no debate: crítica ao intervencionismo estatal e defesa do RMI.....	98
4.4.2.3	Heterodoxos: defesa da intervenção do Estado na economia e crítica ao RMI ....	107
<b>4.4.3</b>	<b>Considerações finais sobre o capítulo 4 .....</b>	<b>113</b>
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>116</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>119</b>

## 1 INTRODUÇÃO

No mundo moderno, diversos países têm buscado alternativas para estabilizar suas economias, a fim de melhorar o padrão de vida de seus habitantes sobretudo após a década de 70 e 80 quando ocorreram um processo de integração financeira como analisa Tavares e Belluzzo (1986). Sob esse aspecto, surgiu um novo parâmetro para se atingir o desenvolvimento econômico alicerçado no controle das contas públicas e da inflação. Teorias recentes têm enfatizado o controle de preços como uma condição fundamental para o crescimento sustentado como é o caso da abordagem Novo Clássica de Lucas (1972), Sargent e Wallace (1976); Kydland e Prescott (1977). Essas teorias, geralmente, são releituras de clássicos como Smith (1976) e Ricardo (1982), mas que se utilizam de novas ferramentas e modelos aplicados aos mais específicos cenários, contando com uma influência utilitarista de viés walrasiano, para diagnosticar e sanar o problema inflacionário (Amorim, 2002; Sicsú, 1997a).

A estagflação experimentada por países centrais na década de 1970 e a obsolescência das teorias keynesianas viabilizaram a ascensão de economistas como Milton Friedman, que reformulou a curva de Phillips com intuito de trazer a política monetária para o centro do debate acerca da macroeconomia e do controle da (Amadeo, 1992; Ferrari Filho, 1996; Tavares, 1990). A existência de uma taxa natural de desemprego e a ineficácia da política monetária no longo prazo foram preceitos defendidos por monetaristas e, posteriormente, por economistas da corrente novo-clássica, como Robert Lucas. Os novo-clássicos, por sua vez, postularam teorias importantes para formulação de política econômica atualmente conhecida como Novo Consenso Macroeconômico (NCM), isto é, um arranjo de medidas econômicas que combinam austeridade fiscal, liberdade cambial e metas de inflação (Sicsú, 1997b; Carrara; Correa, 2012; Paula; Saraiva, 2015).

Nesse arcabouço de política econômica, o Regime de Metas de Inflação (RMI) é a principal ferramenta de controle da inflação. A abordagem clássica de inflação foi resgatada em pontos importantes como o naturalismo econômico, segundo o qual intervenções governamentais seriam prejudiciais para a eficiência econômica, pois os mercados seriam autorregulados (Donário; Santos, 2017; Oliveira, 2017).

Dito isto, pode-se constatar que uma maior intervenção do Estado na economia possuiria, inevitavelmente, viés inflacionário. A inflação, vista como fenômeno monetário, deveria ser controlada pelo Banco Central (BC) e, de acordo com Taylor, (1993) a taxa de juros deve ser o principal mecanismo de controle da liquidez para sanar o problema do aumento de preços. Daí surgiu a ideia de independência do Banco Central, capaz de dirimir o viés

inflacionário distanciando-se de interesses políticos dos governos e ganhando mais liberdade para utilizar ferramentas da política monetária e cumprir as metas de inflação estabelecidas.

Em síntese, de acordo os autores já mencionados, uma política monetária mais dissociada do poder executivo é algo consensual entre os teóricos que influenciaram o NCM, mas não é suficientemente capaz de trazer a credibilidade se não vier acompanhada de uma política fiscal controlada e um câmbio livre das vicissitudes governamentais. Entretanto, de todas as medidas a serem adotadas no NCM, o RMI é o componente mais importante, pois, além de estabilizar a economia, condiciona a política fiscal e cambial.

Elementos do NCM, com o apoio de agências multilaterais, se disseminaram nos anos 1990, especialmente, o RMI. Países ricos como Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido aderiram a ele em 1990, 1991 e 1992, respectivamente. Os países ricos foram seguidos pelos subdesenvolvidos no fim da década, com Brasil e México aderindo ao regime em 1999, na esteira de crises externas. O Chile, porém, já havia aderido em 1990 (Ferrari Filho; Schifino, 2010).

O objetivo deste trabalho é analisar como estão sendo discutidos, no debate público brasileiro, a atuação do BC e o controle da inflação. Investigou-se quem são os principais economistas que participaram desse debate entre 2011 e 2022. A periodização se justifica por pelo menos dois motivos: esse é o momento em que a política monetária iniciada no plano Real da década de 90 encontrou dificuldades em manter a estabilidade econômica e passou a ser criticada; e, nesse período, a alternância de governos de diferentes vertentes políticas, aguçou o debate público entre a flexibilização e a rigidez do regime de metas.

Pretendeu-se identificar os principais argumentos de economistas com diferentes filiações teóricas que participaram desse debate, a fim de verificar como pretenderam influenciar a opinião pública em favor ou contra o RMI. Notou-se, entretanto, a predominância nesse espaço de uma visão alinhada às recomendações das agências multilaterais, favorável ao NCM.

No debate, é possível analisar que, a visão desses economistas coincidiu com a prática da política econômica pelo menos até 2010 e contribuiu para construir certo consenso em torno do NCM na imprensa e, por conseguinte, na opinião pública. Nesse sentido, avaliar a forma com que os economistas brasileiros participaram do debate público sobre o RMI é crucial para entender a atuação do BC nas duas primeiras décadas do século XXI e sua prevalência teórico-ideológica nesse debate. O estudo foi desenvolvido a partir de pesquisa documental e bibliográfica, e da análise de gráficos e tabelas contendo dados de diversas fontes. O primeiro capítulo explora as bases teóricas do RMI. São abordadas a teoria novo-clássica, que o

influenciou, e as interpretações das escolas clássica, keynesiana e monetarista sobre a condução da política monetária.

O segundo capítulo trata da concretização do RMI, analisando as experiências de países desenvolvidos, como Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido, e países subdesenvolvidos, como Chile, Brasil e México. Pretendeu-se avaliar não só a aplicação do RMI, mas também a estrutura da política monetária, o grau de liberdade dos bancos centrais em relação aos seus respectivos governos e a intensidade com que as regras do NCM são aplicadas nesses países. Pretendeu-se ainda, estabelecer uma comparação entre os países desenvolvidos e subdesenvolvidos no que concerne a aplicação do RMI como forma de controle da inflação, enfatizando o caso brasileiro do plano Real até a contemporaneidade.

O terceiro capítulo apresenta a pesquisa sobre o debate público contemporâneo a respeito do RMI no Brasil. Foram selecionados economistas que participaram desse debate e analisou-se o posicionamento de cada um deles sobre as metas de inflação e sua administração pelo BC. Na busca de delimitar o ponto de vista de economistas heterodoxos e ortodoxo<sup>1</sup> no debate brasileiro, foram selecionados do lado heterodoxo: Luiz Gonzaga Belluzzo, Luiz Fernando de Paula, José Luís Oreiro e Paulo Gala. Do lado ortodoxo: Samuel Pessôa e Marcos Lisboa. Tais economistas foram escolhidos por suas publicações frequentes sobre o tema deste estudo em jornais, revistas ou canais virtuais de grande engajamento, sendo vozes importantes do debate público brasileiro sobre questões econômicas, como a condução da política monetária, o controle da inflação e a independência do BC entre 2011 e 2022.

---

<sup>1</sup> Os termos: “Ortodoxos” e “Heterodoxos” são utilizados para denominar economistas ou intelectuais que estudam a ciência econômica compondo correntes distintas entre os que seguem a linha hegemônica e os que rechaçam os pressupostos hegemônicos. O primeiro termo é caracteriza um grupo de pensadores que aderem a pressupostos neoclássicos, utilizando de métodos matemáticos e leis fundamentais geralmente explicadas pelo naturalismo; o segundo termo, identifica um grupo de pensadores de diferentes correntes de pensamento, entre as quais a marxista, a institucionalista e pós-keynesiana são basilares, contendo diversos métodos de análise (Sposito, 2023, p. 147).

## 2 ANTECEDENTES TEÓRICOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Este capítulo analisa as teorias que, de algum modo, influenciam a condução da política monetária para o controle da inflação. Economistas clássicos como Adam Smith e David Ricardo, críticos do intervencionismo, defendiam que a emissão de papel moeda na economia provocaria inflação. Mas não só, o gasto público também deveria ser controlado, uma vez que sua expansão provocaria problemas futuros no orçamento das famílias. A abordagem clássica de Ricardo e Smith criou a chamada dicotomia clássica, na qual se distingue o lado real (bens e serviços), suscetível aos abalos em caso de má condução da política fiscal, e o lado monetário (moeda em circulação), que deveria, para eles, seguir o curso natural da economia, uma vez que a moeda seria neutra<sup>2</sup> (Araújo; Omizzolo *et al.*, 2017).

Portanto, qualquer expansão monetária não teria efeitos positivos sobre o lado real da economia. A inflação para esses autores é vista como um ajuste natural que ocorreria meramente para manter o equilíbrio entre oferta e demanda. Tal hipótese, inclusive, serviu de base para o equilíbrio walrasiano<sup>3</sup>. Assim, o papel da autoridade monetária ficava restrito a enxugar a liquidez em momentos de inflação, já que esta estava atrelada à quantidade de moeda em circulação.

A teoria keynesiana rechaça não só a ideia de neutralidade da moeda, como a hipótese da dicotomia clássica. Para Keynes (1973), as transações contratuais com pagamentos firmados em moeda nas sociedades empresariais seriam, majoritariamente, responsáveis pelo dinamismo econômico. Se comparado a outras formas de organização social. Nesse sentido, haveria um entrelaçamento entre os lados real e monetário da economia. Os gastos governamentais impulsionariam a demanda agregada, que por sua vez criaria vínculos de longo prazo e contratos que poderiam ser liquidados em papel moeda. Ademais, a moeda teria papel duplo como meio de troca (insumo) e ativo financeiro (produto), sendo eficaz uma política monetária que visasse o controle inflacionário e o pleno emprego. Um excesso de liquidez ou uma taxa de juros artificialmente baixa pode provocar inflação, o que pode ser tão prejudicial para a

---

<sup>2</sup> A dicotomia clássica considera a distinção entre o lado real e o lado monetário da economia. A política monetária não teria efeito sobre a real e a influência da moeda só tem efeito nos preços (Araújo; Omizzolo *et al.*, 2017).

<sup>3</sup> Conforme Prado (1999), a versão de Léon Walras, do equilíbrio geral, exemplifica a figura do leiloeiro dentro do mercado, que seria uma espécie de regulador natural e provido de conhecimento prévio sobre os valores de troca do mercado, que assegura o equilíbrio. As trocas nesse sentido, ocorrem após o equilíbrio. A analogia walrasiana, pressupõe que tudo tenda ao equilíbrio, e que todas as informações são perfeitamente disseminadas. Assim os agentes fazem escolhas ótimas já que estes possuem conhecimento completo sobre todas as coisas possíveis, conseqüentemente alcançando o bem-estar. A relação das escolhas dos indivíduos com o próprio sistema, pode ser negligenciada, já que os preços são dados. Os valores das trocas já existem no sistema e é resultante de uma sequência de experimentos que tendem ao equilíbrio. Portanto o equilíbrio antecede as relações de trocas.

economia quanto o desemprego, por isso, a autoridade monetária deveria ter duplo mandato visando sempre emprego e controle inflacionário (Carvalho, 1991, 2005).

As teorias keynesianas predominaram desde o fim da Segunda Guerra Mundial até a década de 1970. No entanto, ainda em 1958, a curva de Phillips, seria o elemento chave para a desconstrução da teoria keynesiana. O *trade-off* entre emprego e inflação descrito na curva seria crucial para os críticos do duplo mandato das autoridades monetárias, já que havia uma relação positiva entre emprego e aumento generalizado dos preços. A curva de Phillips (1958), estudo feito considerando o contexto do Reino Unido, serviu de inspiração para a análise de Paul Samuelson e Robert Solow da relação do emprego e inflação nos EUA. Posteriormente, serviu de base para a escola monetarista, cujo principal representante é Milton Friedman (1968).

A teoria monetarista resgatou preceitos clássicos, entre eles, a neutralidade da moeda, que permitiu invalidar, por exemplo, uma expansão monetária que visasse algum efeito econômico positivo (Ferrari Filho; 1996; Fonseca, 1981). Outro ponto importante da teoria monetarista é que no longo prazo existiria uma taxa natural de desemprego. Sendo a política monetária ineficaz para gerar empregos a partir desse ponto em função das expectativas adaptativas dos agentes econômicos. Nesse sentido, os efeitos de uma expansão monetária seriam somente de curto prazo enquanto os agentes passavam por uma ilusão “monetária”. Assim, Friedman (1968), em sua análise restringiu a autoridade monetária a seguir somente a inflação, uma vez que o desemprego seguiria um curso natural e inevitável. O monetarismo, ao resgatar a neutralidade da moeda e teorizar sobre as expectativas adaptativas, forneceu subsídios para uma restrição ainda maior ao papel da autoridade monetária no desenho institucional recomendado pela teoria novo-clássica.

A escola novo-clássica considera que, tanto no curto como no longo prazo, a política monetária é ineficaz para aumentar o produto, uma vez que os agentes seriam racionais e não sofreriam de ilusão monetária como defende Friedman e os monetaristas. Nessa linha, a autoridade monetária deveria seguir regras claras e previsíveis, sem surpreender os agentes econômicos e com ligação mínima com a política, já que estes carregavam consigo um viés inflacionário. Sendo assim, tinha-se um novo desenho institucional de uma autoridade monetária cada vez mais independente do governo e restrita a controlar a inflação, sempre informando aos agentes as metas estabelecidas e seus mecanismos de controle. Qualquer mudança poderia resultar em inflação, uma vez que, segundo essa teoria, os agentes racionais poderiam se antecipar diante de uma possível mudança brusca nas regras (Amorim, 2002; Racy; Souza, 2013; Santos, 2011).

Os desdobramentos da discussão acerca do papel da política monetária e do controle inflacionário influenciaram as decisões governamentais criando, em um mundo globalizado, um conjunto de medidas que visam a eficiência governamental para a estabilização dos preços e o desenvolvimento econômico. O NCM foi criado como forma de manter a operacionalidade e novo desenho institucional das autoridades monetárias mundo afora. Sob a égide novo-clássica, o novo consenso corresponde ao chamado tripé macroeconômico, no qual flutuação cambial e austeridade fiscal são condições suficientes, e o RMI condição essencial, para se alcançar o crescimento econômico com estabilidade (Paula; Saraiva, 2015).

O RMI é um instrumento essencial nessa nova perspectiva de desenvolvimento que tem como base os agentes racionais e um governo com tendências inflacionárias. É fundamental, para os teóricos da escola novo-clássica, considerar que, quanto mais distante do governo, mais autônoma a autoridade monetária, e, conseqüentemente, mais eficiente será o RMI. É a partir daí que surgem abordagens que defendem a independência do Banco Central, já que no ambiente de agentes racionais a autoridade monetária seria como um líder em um jogo que precisa do máximo de confiança dos agentes e autonomia para seguir as metas estipuladas e, para isso, precisaria se manter distante do viés inflacionário do governo (Racy; Souza, 2013). A próxima seção mostra a construção teórica que originou o NCM.

## 2.1 CLÁSSICOS E KEYNESIANOS

A economia política clássica é conhecida por ser a primeira a abordar de maneira mais abrangente a ciência econômica. Sobre a inflação, mais especificamente, trazem uma perspectiva naturalista que viria a influenciar teóricos da atualidade. De maneira geral, Adam Smith e David Ricardo criticaram a intervenção do Estado na economia e sustentaram a defesa de um mercado livre e autorregulado com a metáfora smithiana da mão invisível. Sobre a moeda, no período das guerras napoleônicas, Ricardo adotou uma postura quantitativista, contrapondo-se à expansão monetária e atribuindo a inflação no preço dos cereais à emissão descontrolada de moeda por parte do governo inglês. Mas, para ele, não só a política monetária expansionista era um problema, o gasto público também era um obstáculo ao desenvolvimento econômico, pois, com sua teoria da equivalência, considerava que o gasto governamental para estimular a demanda não surtiria efeito, uma vez que o governo se endividaria por meio de títulos e *a posteriori* precisaria de mais impostos para quitar suas dívidas, conseqüentemente, causando uma restrição orçamentária intertemporal às famílias, já que estas precisariam

economizar e reduzir consumo para pagar o aumento de imposto futuro (Paula; Michel, 2007; Silva, 1997).

A ideia da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), desde Hume (1963) e Ricardo (1982), poderia até aceitar aumentos significativos nos estoques de moeda, mas eles não poderiam ser permanentes, pois expansões monetárias teriam efeito direto sobre a inflação. De maneira geral, os clássicos separavam o lado monetário e o lado real da economia e, por isso, acreditavam que qualquer política monetária de estímulo aos agentes econômicos só poderia surtir efeito no curto prazo, sendo deletéria para a economia, já que a inflação era vista como algo natural e transitório, mas que poderia se aprofundar com medidas expansionistas (Carcanholo, 2003; Gontijo, 1997; Mollo, 2004; Viner, 1937).

De acordo com Carvalho, A. e Carvalho, D. (2018), no longo prazo, os clássicos defendiam que a moeda seria neutra, portanto, a economia real só seria afetada por variáveis reais. A partir da distinção entre economia real e economia monetária, cria-se a chamada dicotomia clássica, que se firma como corolário da escola clássica para invalidar políticas de emissão de moeda e para justificar o não intervencionismo ao atribuir o viés inflacionário ao governo. Os clássicos tinham um entendimento de que a oferta de moeda era, em grande parte, uma variável independente, isto é, a variação da oferta de moeda era a causa dos efeitos econômicos consubstanciados no aumento dos preços.

Consequentemente, a utilização dos gastos orçamentários ou de origem tributária como instrumento de estabilização das flutuações, além de ineficazes, provocariam efeitos negativos sobre a economia, uma vez que o produto era determinado apenas do lado da oferta como estabelece a 'lei de Say'. Evidentemente, a emissão de papel moeda para financiar déficits também era vista como medida prejudicial, pois a economia operava no pleno emprego e tal medida repercutiria no aumento geral dos preços e não teria eficácia alguma sobre economia real (Donário; Santos, 2016).

Em síntese, a teoria clássica considera importante uma política monetária para manutenção dos preços de modo que evite a inflação, já que a procura monetária depende da quantidade de moeda em circulação (Donário; Santos, 2016). A neutralidade da moeda influenciou os sucessores da escola clássica e foi amplamente discutida pelas escolas de linhagem liberal, como a neoclássica, a monetarista e a novo-clássica. Os chamados teóricos ortodoxos encontraram no arcabouço clássico, os corolários de suas teorias (Mollo, 2004). Quanto à inflação, os clássicos forneceram importantes argumentos que serviriam, *a posteriori*, para a formulação de abordagens que embasaram o RMI. Por exemplo, a neutralidade da moeda é um dos principais pressupostos para as referidas escolas e seria utilizada para justificar a

política monetária contracionista e criticar qualquer tendência expansionista (Donário; Santos, 2016).

Esse foi o caminho percorrido por teóricos que enxergavam o viés inflacionário no Estado. A visão clássica encontrou na teoria keynesiana argumentos suficientemente consistentes para refutar seus pressupostos em relação à inflação. A teoria keynesiana acerca da inflação foi, indubitavelmente, predominante após o fim da Segunda Guerra Mundial e prevaleceu com grande êxito nas discussões do *mainstream* da ciência econômica até a década de 1970. Na concepção de Keynes (1973), estabelecer contratos em moeda para liquidação futura seria a principal característica de uma economia empresarial. Acordos contratuais com pagamentos firmados em moeda seriam, em grande medida, responsáveis pelo dinamismo econômico se comparado a outras formas de organização social. Nesse sentido, haveria um entrelaçamento entre os lados real e monetário da economia, derrubando o pressuposto da dicotomia clássica ou a neutralidade da moeda.

De acordo com Carvalho (2005), em uma economia caracterizada pela preferência por liquidez, a moeda exerce um papel fundamental como medida de valor para a formulação de contratos e meio de pagamento para sua liquidação. O duplo papel da moeda a torna uma forma de riqueza, ou seja, uma ponte intertemporal de direitos ao produto social originando o que em teoria monetária é habitualmente chamado de função reserva de valor. No contexto descrito é preciso analisar que tomar a moeda como riqueza não tem a ver com ilusão monetária. O agente é consciente de que a moeda não concede “rendimentos”, porém está ciente na mesma medida de que outras formas de riqueza oferecem riscos mais elevados aos da moeda por conta de sua iliquidez relativa quando comparadas com a moeda. Na abordagem de Keynes (1973), a compensação pela iliquidez é o rendimento de formas diferentes da moeda utilizada como referência. Portanto, a moeda possui um papel central na tomada de decisões dos agentes e, por isso, essa teoria refuta a neutralidade da moeda:

A moeda desempenha um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em síntese, um dos fatores operativos na situação, de tal forma que o curso dos eventos não pode ser previsto seja no curto seja no longo período, sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o último e o primeiro estágio. E é isso que podemos dizer quando falamos de uma economia monetária (Keynes, 1973, p. 123).

A abordagem keynesiana parte do princípio de que qualquer sociedade busca o máximo de liquidez. Numa economia dinâmica e monetizada, o empresário busca o lucro monetário. A moeda, nesse sentido, assume o duplo papel de insumo e produto, já que a busca dos empresários não é meramente um excedente do produto como resultado de suas tomadas de decisão, o objetivo é a máxima liquidez que somente a moeda pode fornecer. Esse fato tem

implicações para a política econômica. Na visão keynesiana, como a moeda não é considerada neutra, as políticas fiscal e monetária ganham importância para estimular a demanda agregada e o emprego (Carvalho, 1994; Sicsú, 1999).

Uma iniciativa voltada para o estímulo ao investimento perpassa decisões como uma redução de taxa de juros que, para Keynes, teria efeito positivo sobre a economia, uma vez que os resultados obtidos podem ser duradouros, já que construções de novas fábricas são estimuladas a partir de uma oferta de crédito mais acessível, por exemplo. No entanto, é preciso ressaltar, uma política monetária que visasse uma taxa de juros artificialmente reduzida pela autoridade monetária poderia impactar na inflação, o que poderia abrir margem para interpretações equivocadas sobre uma suposta negligência do autor acerca do processo inflacionário. Porém, no livro *Essays in Persuasion*, Keynes reforça seu entendimento de que a inflação pode ser tão prejudicial para a economia quanto o desemprego e, por isso, defende uma política monetária com objetivo duplo, ou seja, estabilidade de emprego e preços (Sicsú, 2002).

Na própria Teoria Geral, Keynes (1973), ressalta que o aumento da oferta de moeda causaria uma inflação de demanda se a economia operasse em pleno emprego<sup>4</sup>. Tobin (1993), na linha de Keynes sobre objetivo da política monetária, ressalta que atribuir a responsabilidade de aspectos macroeconômicos às autoridades não significa uma condescendência com a inflação. Significa, inclusive, que a política monetária conforme descrita, visa o nível de emprego e o controle de inflação via intervenção da autoridade monetária.

Minsky (1986) descreve a busca por liquidez a partir da Taxonomia do Fluxo de Caixa,<sup>5</sup> e aborda a necessidade de uma solvência entre todos os agentes econômicos: famílias, empresas e bancos. A solvência dos fluxos de caixa é norteada pela expectativa dos agentes que geram o circuito de circulação de liquidez. Minsky (1986) ressalta que, na economia capitalista,

---

<sup>4</sup> No modelo da teoria Geral, Keynes estabelece que os recursos desempregados homogêneos e com perfeita mobilidade, onde todos os recursos são empregados a um salário nominal constante. Enquanto houver desemprego a unidade salarial será rígida, logo, qualquer aumento na quantidade de moeda não vai alterar o salário, vai apenas aumentar a demanda efetiva, continuando uma ideia já apresentada no tópico acima. A partir daí podemos afirmar que o autor determina que uma inflação de demanda, nessas condições, só é possível acima do ponto de pleno emprego (Araújo, Omizzolo *et al.*, 2017).

<sup>5</sup> Hyman P. Minsky (1986) utiliza de uma taxonomia própria para demonstrar como as obrigações financeiras estão ligadas à instabilidade financeira, reforçando o papel dos fluxos de caixa das unidades financeiras e compromissos de pagamentos da dívida. Se os fluxos de renda (salários) e os pagamentos de produtos intermediários e finais, são suficientemente robustos para quitar todo o endividamento, a unidade será denominada *hedge*. Se as receitas dos rendimentos forem inferiores aos fluxos de passivos, haverá a necessidade de suspender o pagamento para sanar a dívida – seria, portanto, a unidade especulativa. Nesse ponto existe a necessidade de ampliar a dívida, tem-se a unidade *Ponzi*. É importante ressaltar que as unidades especulativas e *Ponzi* dependem de condicionantes do mercado financeiro para quitar suas dívidas, através de transações de portfólio. Já a unidade *hedge* pode se transformar em especulativa, caso a renda não seja suficiente.

existem resíduos financeiros que são deixados ao longo da estrutura a partir de compromissos financeiros. E, por isso, concorda com a abordagem keynesiana que propõe que a autoridade monetária precisa ser indutora da utilização desses resíduos financeiros, para que se cumpram o ciclo de liquidez e sejam facilitados os pagamentos e compromissos acordados por empresas, tal como descreve:

A literatura bancária tradicional enfatizava a necessidade dos banqueiros estarem líquidos e solventes, e isso deveria ser alcançado pelos bancos que enfatizam empréstimos comerciais auto-liquidantes. Desse modo, os fluxos de caixa provenientes das vendas comerciais levariam a pagamentos devidos aos bancos. Estes pagamentos garantiriam a liquidez e a solvência do banco. Do mesmo modo, as empresas precisam manter a liquidez e a solvência. Isto significa que os compromissos de pagamentos acordados em dívidas devem estar dentro dos limites estabelecidos pelos fluxos de caixa esperados e realizados (Minsky, 1986, p. 221).

É justamente pela manutenção do nível liquidez alinhado às expectativas, que a teoria keynesiana considera a autoridade monetária um instrumento crucial para manutenção de uma política monetária que vise o cumprimento das expectativas inerentes à liquidez dos agentes, a partir da manutenção do emprego e da renda, que, por sua vez, é impulsionada pelos investimentos fabris.

Keynes discorda da normalidade marshalliana<sup>6</sup> aplicada ao mercado de trabalho. Conforme Sicsú (1999), apesar de concordar com o primeiro pressuposto clássico marshalliano, que defende o salário real como equivalente ao produto marginal do trabalho, derivado da demanda por emprego. Elenca os motivos que o levaram a essa negação: I) os trabalhadores não podem simplesmente definir o salário real, porém influenciam sobre a deliberação do salário nominal, considerando-se que os preços dos bens-salário (*wage-goods*) são decisões que dependem exclusivamente pelos empresários e II) trabalhadores não deixam seus empregos somente por conta de queda de salários reais (Amadeo, 1986, p. 311).

Implicitamente, é possível observar que Keynes defende que, trabalhadores têm preferência por trabalhar independentemente de uma queda no salário real. Ele não acreditava nos preços livres, diferente dos clássicos, e achava que a rigidez de preços impedia a autorregulação dos mercados, inclusive o mercado de trabalho. Para ele, as oscilações dos preços provocadas pelos processos inflacionários não se resolveriam sem regulação do Estado e, por isso, defendia a discricionariedade da autoridade monetária. Como mencionado, na visão keynesiana, a hipótese clássica de moeda neutra é descartada e, dessa forma, fica invalidada a

---

<sup>6</sup> Um ambiente macroeconômico com características relativamente permanentes e parâmetros comportamentais dos agentes estáveis, tais defasagens não existem ou são irrelevantes. A avaliação é feita a partir da mensuração de um indivíduo médio, de comportamento exatamente igual ao seu grupo em que as condições ocorrem de maneira estáveis dentro de um padrão naturalmente aceitável de normalidade econômica em que os processo se dão a partir da escolha dos indivíduos (Sicsú, 1999).

ineficácia da política monetária e, conseqüentemente, a dicotomia clássica. Por isso em sua abordagem, o Estado deveria ser ativo e adotar uma política monetária capaz de garantir o pleno emprego à menor inflação possível.

Nas duas décadas após o fim da Segunda Guerra Mundial, as ideias keynesianas prevaleceram praticamente sem rivais na discussão macroeconômica, e a política monetária operava objetivando basicamente o nível de emprego e a inflação, como ocorre no FED<sup>7</sup>, nos EUA, até os dias atuais. A política de emprego seguia a premissa basilar de Keynes de que a demanda efetiva seria uma meta a ser atingida a partir da busca do pleno emprego e, para tanto, a política econômica teria que garantir o nível de emprego para conseqüentemente estimular investimentos futuros e gerar o crescimento do produto.

A máxima keynesiana teria adesão até o surgimento, em 1958, da chamada curva de Phillips, que indicava a relação inversa entre desemprego e inflação e, portanto, haveria um *trade-off* entre eles. Com isso, houve uma guinada nas discussões acerca da condução da política monetária. Ao abordar a relação entre desemprego e inflação, A. W. Phillips constatou que essas duas variáveis estavam ligadas de alguma forma e demonstrou essa relação no artigo *The relation between unemployment and the rate of change of money-wage rates in the United Kingdom, 1861-1957*, publicado na revista *Economica*. Dois anos depois, Paul Samuelson e Robert Solow publicaram o artigo “*Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy*” in *The American Economic Review*, no ano de 1960. Os autores se basearam em dados dos Estados Unidos para constatar resultados semelhantes aos encontrados por Phillips, dando origem à conhecida ‘curva de Phillips’.

Na Curva de Phillips (1958), por se tratar de uma demonstração entre combinações de inflação e desemprego basicamente, um deslocamento na curva de demanda pode aumentar a inflação, já que maior produção significa oferta de emprego e de consumo, e, conseqüentemente, os preços tendem a aumentar. Assim, quanto maior a inflação do ano anterior, maior a inflação do ano seguinte. A curva de Phillips foi componente elementar para a construção da crítica à visão keynesiana.

---

<sup>7</sup> O *Federal Reserve* foi criado em 1913 a partir de um ato do congresso dos Estados Unidos em resposta a uma crise de 1907. O poder legislativo criou National *Monetary Commission*, cujo propósito foi o de criar uma instituição capaz de prevenir e enfrentar problemas de caráter financeiro. O *FED* É um sistema integrado regido basicamente pelo governo central o *FED* e o sistema compõem 12 *Federal Reserve Banks*. Desde a criação o *FED*, é compreendido como uma instituição independente, embora seja subordinado às diretrizes do congresso. A norma vigente da instituição, é um mandato duplo que visa o controle da inflação ao menor nível de desemprego. O *FED*, portanto, ainda segue, os preceitos keynesianos (Lopreato, 2018, p. 2).

## 2.2 A CRÍTICA MONETARISTA À VISÃO KEYNESIANA

Mesmo tornando eloquente a relação entre emprego e inflação, Phillips não evidenciou de maneira clara as relações entre desemprego, nível salarial, preços e produtividade. Baseando-se na pesquisa de Phillips, Milton Friedman desenvolveu uma teoria que aborda as expectativas adaptativas, com intuito de encontrar explicações para o comportamento dos agentes econômicos e, especialmente, para a estagflação, que desafiava a curva de Phillips. A teoria pressupõe a existência de uma taxa natural de desemprego. Esta, por sua vez, não pode ser alterada, pois sua alteração *a priori*, provocaria inflação *a posteriori*, independentemente de qualquer decisão tomada para mudar sua trajetória.

A teoria monetarista de Friedman diz que a taxa natural de desemprego é adequada ao sistema de equilíbrio geral walrasiano. Ela seria correspondente à taxa corrente de emprego quando trabalhadores, empregados ou não, alcançassem satisfação plena e empresários, o máximo lucro. Dessa maneira, os trabalhadores poderiam atingir um nível de satisfação mesmo desempregados e o equilíbrio poderia ser encontrado mesmo em situação de desemprego friccional e voluntário (Sicsú, 1997a).

Friedman formula seu modelo econômico a partir de um argumento que compõe um conjunto de elementos híbridos, tanto clássicos - neutralidade da moeda no longo prazo -, quanto keynesianos - eficácia monetária para reduzir o emprego, mas somente no curto prazo. É importante ressaltar que existe uma mudança na base teórica monetarista quando se trata da passagem temporal do modelo. Sua abordagem atribui aos agentes a diferença dos efeitos da política monetária entre um período e outro, concentrando-se no grau de acerto em suas previsões. Por conseguinte, no longo prazo os agentes acertam suas previsões, ou seja, trata-se do período em que suas expectativas são alcançadas, de maneira idêntica às magnitudes antecipadas e efetivas. No curto prazo, porém, os agentes podem sofrer de ilusão monetária e, por isso, a teoria considera os efeitos de uma política monetária somente no curto prazo (Friedman, 1968).

Em artigo publicado em 1968, Friedman expõe sua posição contrária às políticas anticíclicas, utilizando dois aspectos metodológicos: evidências empíricas e dinâmica temporal. No primeiro aspecto, demonstra o fracasso das políticas keynesianas na redução da taxa de juros, inclusive, Friedman persuadiu autoridades a abandonar o barateamento do dinheiro via preço de títulos como após a Segunda Guerra Mundial.

Partindo do raciocínio de que a convergência dos valores da renda nominal esperada e observada é somente possível no longo prazo, o período que compreende o curto prazo pode

ser caracterizado pela ineficácia da política monetária em atender as expectativas, uma vez que não existiria a correspondência dos valores entre as variáveis econômicas antecipadas e executadas. Conforme Nascimento (2014), nesse contexto, os agentes estão suscetíveis a erros em suas previsões e abrem margens que possibilitam as variáveis nominais interferirem em variáveis reais e, ainda, qualquer resultado efetivo da política monetária sobre o emprego e a renda. Portanto, a política monetária teria efeitos estritamente no curto prazo, sendo inclusive, condicionada ao erro nas expectativas dos agentes.

Entretanto, segundo Friedman (1968), essas expectativas seriam formuladas de forma adaptativa, a partir da média ponderada decrescente dos valores passados observados. Assim, defrontando-se com uma política monetária que possa alterar a regularidade da oferta de moeda, a reação dos indivíduos é desproporcional, de tal forma que evidencia a desarmonia existente entre a inflação antecipada e a observada. No entanto, uma vez constatado o equívoco, os agentes tomariam o cuidado de incluí-lo na formulação de suas próximas previsões. Quando há medidas tomadas pelo governo, que visem a mudança na taxa de desemprego para situar abaixo de sua taxa natural, o efeito pode ser uma alteração no primeiro momento, estas taxas podem se reduzir drasticamente, porém provocando em um momento posterior aumento da inflação devido ao aumento da demanda na economia, que resultará consequentemente na necessidade de um aumento salarial. Tal medida faz com que os empregadores reduzam o nível de emprego, recolocando-o em sua taxa natural (Modenesi, 2005).

É possível perceber que, após entenderem os efeitos negativos como oriundos de uma política econômica do governo para tentar alterar a taxa natural de desemprego via política monetária, os agentes econômicos passem a se precaver com base na experiência passada e se adaptem para eventos futuros. Logo, adotam a estratégia das expectativas adaptativas, preparando-se para os resultados da intervenção. Portanto, qualquer tentativa por parte do governo de reduzir o desemprego através da política monetária será eficaz apenas no curto prazo, sendo completamente ineficaz no longo prazo (Modenesi, 2005).

Assim, a curva de Phillips de longo prazo é vertical, logo, no longo prazo a economia tende a ficar na taxa natural de desemprego e qualquer intervenção para reduzi-la apenas resultará em inflação. Do mesmo modo é possível chegar ao resultado da curva de oferta agregada: no longo prazo, o produto se encontra no ponto que caracteriza seu nível potencial e somente os preços variam. Essa dinâmica foi descrita na chamada Curva Aceleracionista de Friedman-Phelps (Campedelli, 2014).

A principal implicação da teoria monetarista para a política de controle da inflação é de que a inflação é um fenômeno de origem monetária, criado rigorosamente pela

irresponsabilidade do BCB quando decide aumentar desproporcionalmente o estoque de moeda da economia (Friedman, 1984). Assim, Friedman defende uma regra clara para o funcionamento da política monetária que o BC decidir adotar, já que, conseqüentemente, os agentes irão se adaptar a qualquer tentativa de mudança na condução da política monetária. Por último, defende que o BC deve se restringir a assegurar a estabilidade da moeda na economia, já que qualquer política monetária seria, a rigor, ineficaz em outra atuação (Friedman, 1984).

Com a inserção dos agentes e suas respectivas capacidades adaptativas, em sua teoria o Friedman defende que o BC necessita de regras claras para sua atuação uma vez que, para qualquer decisão tomada, os agentes poderão se adaptar levando à ineficácia da política monetária. Ademais, conforme Friedman (1984), a inflação é um fenômeno produzido monetariamente, pelo aumento de estoque de moeda em circulação. E por isso atribui ao BC a irresponsabilidade pelo aumento de estoques de moeda, que ocorreria quando a autoridade monetária agisse politicamente. Assim, considerando a ineficácia monetária, agentes ávidos por informações claras e regras precisas, e a existência de uma taxa natural de desemprego, o monetarismo não só criou um desenho institucional para o banco central, propondo um mandato único e criação regras claras para controlar a inflação, mas ainda forneceu subsídios à formulação teórica da escola ovo-clássica.

### 2.3 A ESCOLA NOVA CLÁSSICA E AS EXPECTATIVAS RACIONAIS

Conforme Neves e Oreiro (2008), no começo da década de 70, a escola de pensamento novo-clássica originou-se do resultado da revolução das expectativas racionais, em que a neutralidade da moeda existe tanto no curto quanto no longo prazo. Essa escola propiciou uma nova interpretação sobre o comportamento dos agentes econômicos diante da política monetária, suprimindo qualquer possibilidade de ilusão monetária defendida pelos monetaristas, que admitiam em suas teorias a não-neutralidade da moeda no curto prazo.

Conforme Ferrari Filho (1996), o objetivo da teoria novo-clássica era, de um lado, apresentar uma alternativa ao keynesianismo e, de outro, criticar a curva Friedman-Phelps. No artigo *After Keynesian macroeconomics*, Lucas e Sargent criticaram o keynesianismo por não conseguir prever a estagflação, ao mesmo tempo, rejeitavam as expectativas adaptativas dos monetaristas.

A escola do pensamento novo-clássico, que ganhou força na década de 70, com Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace como precursores, e ganhou adesão a partir de 1973. O cenário de queda dos lucros, redução da renda, desaceleração da economia e aumento da

inflação em países centrais parecia exigir maior intervenção do Estado para corrigir os problemas econômicos, porém, para essa escola, a receita para a recuperação econômica, que passou a influenciar governos de diversos países, consistia justamente no contrário, ou seja, flexibilização trabalhista, redução de gastos sociais e menor intervenção do Estado na economia. A principal meta a ser atingida era a estabilidade monetária (Anderson, 1995; Muth, 1961).

Muth (1961) foi um dos primeiros autores a dar subsídios para as expectativas racionais ao formular a teoria de preços esperados relacionando os preços futuros aos preços passados. Nesse aspecto, os novo-clássicos introduziram as expectativas racionais como hipótese substituta para as expectativas adaptativas, mas incorporaram dois componentes essenciais do monetarismo: a hipótese da taxa natural de desemprego e a concepção de que a inflação é um fenômeno de natureza monetária. A partir disso, e das expectativas racionais, consideram a política econômica ineficaz para influenciar variáveis reais. Em 1975 e 1976 Sargent e Wallace levantaram argumentos que explicam a ineficácia da política monetária no *Journal of Political Economy* e no *Journal of Monetary Economics*.

Conforme Sargent e Wallace (1996), o BC deveria traçar um plano e segui-lo rigorosamente para que não houvesse “surpresas” que resultassem na desconfiança dos agentes, trouxesse assimetrias de informações e, conseqüentemente, efeitos nocivos para a economia. O objetivo da política monetária deveria ser unicamente uma inflação aceitável para as autoridades monetárias e, para atingir tais objetivos, as taxas de juros seriam os principais mecanismos para manter o nível de moeda, enxugando a liquidez e buscando a inflação desejável (Sargent; Wallace, 1976, p. 199).

A credibilidade da política monetária adotada pelo BC está intrinsecamente ligada ao planejamento das metas. Caso houvesse na política monetária adotada alguma alteração que a distanciasse de sua meta, ela seria percebida pelos agentes da economia, sabendo-se que estes desenvolvem suas expectativas a partir da racionalidade. Assim, qualquer tentativa de mudança resultaria em uma antecipação por parte dos agentes diante das ações a serem tomadas pelo BCB e estas seriam anuladas. Logo, uma tentativa por parte do BC em surpreender os agentes da economia, almejando medidas fora de seu planejamento informado, seria neutralizada pelas antecipações agentes racionais da economia possuem. Tal movimento teria como resultado a ineficácia da política econômica adotada (Sargent, Wallace, 1976).

A explicação passa pelo pressuposto de que os agentes são racionais e, por isso, qualquer regra de política monetária teria seus resultados influenciados pelas expectativas dos agentes. Portanto, qualquer política monetária seria incapaz de provocar efeitos sobre as variáveis reais,

ou seja, partindo-se de um cenário no qual a taxa corrente de desemprego é equivalente à taxa natural, no momento em que o governo anuncia, por exemplo, um aumento na oferta de moeda, os agentes se preparam para reagir à decisão aumentando seus preços, sem criação vagas de trabalho e, conforme mencionado, não haveria efeito sobre as variáveis reais, uma vez que a taxa corrente de desemprego permaneceria igual à taxa natural.

Assim, agentes política monetária seria eficaz somente quando surpreendesse os agentes econômicos, ou seja, quando fossem introduzidas novas variáveis do mundo real ou houvesse uma alteração inesperada no âmbito de variáveis já existentes como forma de influenciar o nível de emprego e, conseqüentemente, a renda. E, mesmo que houvesse alguma modificação, seria somente de curto prazo até que os agentes incluíssem esse novo componente em suas expectativas.

Outro aspecto relevante para se entender a teoria novo-clássica é o fato de considerarem a autoridade monetária um elemento que compõe o jogo dinâmico com os agentes racionais privados, no qual atua como uma espécie de líder. Por exemplo, quando ela anuncia uma taxa de crescimento do estoque monetário, os agentes formulam suas expectativas baseando-se no que foi anunciado, porém, tudo isso depende da credibilidade da autoridade monetária.

Diante das expectativas dos agentes, o papel da autoridade monetária poderia restringir-se a duas opções: cumprir ou não cumprir o que foi divulgado. Assim, se houver discricionariade, a autoridade monetária é instigada a assumir a postura de não cumprimento; caso assuma, a decisão a ser executada conterà um viés inflacionário. Os agentes racionais, por sua vez, constataam a existência desse viés inflacionário na condução da política monetária e o resultado será perda de credibilidade da referida autoridade monetária. A desconfiança dos agentes seria fator preponderante para o fracasso da condução de políticas econômicas (Kydlan; Prescott, 1977). Justamente este último resultado do modelo novo-clássico traz à tona a argumentação a favor da adoção de regras de política monetária que, por sua vez, são a gênese do RMI. A implicação para nossa análise é de que os formuladores de política econômica devem seguir regras definidas ao invés de atuarem discricionariamente.

Como exposto, o pensamento novo-clássico, ao tratar das expectativas racionais, condiciona a política monetária a uma espécie de medida meramente operacional cuja função seria responder às expectativas das agentes. Além disso, a autoridade monetária precisa da confiança dos agentes, por isso, deve atuar sempre com previsibilidade ou cairá em descrédito e incorporará um viés inflacionário em suas medidas. Assim, implicitamente, essa abordagem fornece subsídios para os governos criarem regras não intervencionistas – fiscais ou monetárias – para controlar a inflação.

Do ponto de vista teórico, se o monetarismo esvaziou o objetivo da autoridade monetária de alcançar o pleno emprego, os novo-clássicos suprimiram qualquer possibilidade de discricionariedade da autoridade monetária. Assim, ambas as teorias se alinham ao RMI, sendo a primeira responsável pelo direcionamento da política monetária na busca pelo controle da inflação e a segunda indicando a conveniência de um BC independente e da construção de um modelo institucional que vise uma maior restrição da autoridade monetária e máxima eficiência em atender as expectativas dos agentes.

A partir do pressuposto da ineficácia da política monetária, é possível constatar que, para os novo-clássicos: I) a inflação seria resultante da adequação dos agentes econômicos às informações acerca da quantidade de moeda e, portanto, quanto menor o alinhamento às expectativas dos agentes, maior o viés inflacionário; II) a taxa de juros como instrumento e a meta inflacionária como objetivo do BC seriam cruciais para o planejamento da política monetária; III) uma expansão monetária não teria efeito sobre o lado real da economia, mas uma contração da base monetária a partir de políticas de juros parece ser algo importante para a teoria novo-clássica, uma vez que os juros seriam instrumentos para o cumprimento de meta a partir de redução da liquidez.

Embora a validade empírica do argumento da ineficácia da política monetária sobre variáveis reais não tenha sido totalmente confirmada (Snowdon; Vane, 2005), ela parece ter sido aceita na elaboração do NCM e, particularmente, do RMI, na medida em que recomenda automatizar a atuação do BC e da política monetária.

#### 2.4 O CONTROLE DA INFLAÇÃO NAS CORRENTES DE PENSAMENTO CONSIDERADAS ATÉ AQUI: UMA BREVE SÍNTESE

Desde Hume (1963), Ricardo (1982), e Smith (1976), a emissão de moeda era uma preocupação associada a processos inflacionários. Com isso, a hipótese da neutralidade da moeda seria necessária para inibir a emissão de moeda para financiar o crescimento do produto. Essa hipótese foi desafiada por Keynes ao afirmar a eficácia da política monetária para alcançar o pleno emprego. A inflação de demanda, para o autor da *Teoria Geral*, só ocorreria numa situação específica em que a economia operasse no pleno emprego e os valores obtidos pelo aumento dos preços fossem absorvidos completamente pelos custos de produção.

De acordo com Fiori (1992), a teoria Keynesiana prevaleceu hegemônica até a década de 70, destacando os objetivos essenciais da política monetária: controle inflacionário e pleno emprego. A partir da década de 1970, Milton Friedman, a partir do resgate da curva de Phillips

e da incorporação da curva de Phelps, trouxe uma abordagem embasada no *trade off* entre emprego e inflação, tendo como pano de fundo as expectativas adaptativas, o resgate da neutralidade da moeda no longo prazo e o equilíbrio walrasiano, para explicar que existe um nível de emprego natural em que os trabalhadores atingiriam certo nível de satisfação mesmo havendo desemprego. Com sua análise, Friedman defende a restrição da política monetária ao objetivo de estabilização de preços.

De acordo com Amorim (2002), os novo-clássicos, por sua vez, defendem que a neutralidade da moeda é uma realidade no curto e no longo prazo. Além disso, adotaram o pressuposto das expectativas racionais, o qual fornece muitos subsídios para o pensamento macroeconômico contemporâneo sobre a política monetária. A inflação seria, portanto, controlada a partir da busca individual dos agentes e do cumprimento de metas por parte da autoridade monetária. Nesse contexto, uma economia estabilizada, livre de viés inflacionário, seria de suma importância para o comportamento dos agentes. E a operacionalidade da política monetária deveria ser de regras claras, considerando certo horizonte de tempo, e com máxima transparência e informação. Essas condições estão contempladas no RMI.

## 2.5 O RMI E A TEORIA ECONÔMICA

Na década de 1980, a teoria novo-clássica ganhou relevância no debate econômico e consolidou-se com seu modelo alicerçado nas expectativas racionais. O RMI tem forte relação com esse arcabouço teórico. Como mencionado, o RMI é um dos tripés do NCM, cuja principal característica é a interação estratégica entre os setores privado e público, e a determinação do comportamento das expectativas privadas com base no possível curso das políticas correntes e futuras (Arbex; Fontes, 1999).

Sobre a expectativa do setor privado, a literatura supõe que a política macroeconômica seja endógena, isto é, especificada a partir de uma função objetivo maximizada (ou função perda minimizada) construída pelo formulador de política econômica que, por sua vez, agirá de acordo com os limites estabelecidos pelo comportamento dos agentes econômicos privados, buscando extrair deles o máximo de confiança possível para que sua ação seja crível. A eficácia da política monetária e a credibilidade da autoridade monetária estão intrinsecamente ligadas nesse modo de controlar o processo inflacionário. Após a crise da década de 1980, alguns pontos da teoria novo-clássica não se concretizaram na prática e a teoria tornou-se suscetível às críticas. Segundo Amorim (2002), novo-keynesiano era uma denominação utilizada para identificar os que criticavam a abordagem novo-clássica. Contudo, apesar das críticas, tinham

muito mais semelhanças com estes, do que com o próprio Keynes, do qual compartilhavam somente da teoria da rigidez dos preços no curto prazo dos chamados novo-keynesianos (Sicsú, 1999; Amorim, 2002).

A ideia básica do NCM é de que os governantes deveriam se comprometer com as “regras do jogo” ou com “o” regime econômico que fosse capaz de, a cada período de tempo, atender as expectativas dos agentes, trazendo garantias dos resultados macroeconômicos desejados. Assim, tornava-se crucial a necessidade de se criar indicadores simples, com capacidade de trazer o máximo de compreensão sobre a política econômica e pudessem subsidiar comparações entre as economias. Assim surgiu, por exemplo, o conceito de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), adotado pelo FMI como parâmetro de políticas de ajustamento acordadas com países devedores no âmbito da crise da dívida dos anos 80 (Arantes; Biasoto Junior, 2017).

As ‘regras do jogo’ significavam uma política monetária com regras fixas e claras almejando o controle inflacionário e uma política fiscal de redução de gastos. A política fiscal, nesse contexto, seria um resgate da teoria da equivalência ricardiana já mencionada, uma vez que está implícita a ideia de que gastos governamentais não influenciam a demanda agregada e geram ônus via emissão de títulos ou aumento de tributação para financiá-los (Barro 1974; Lopreato, 2006; Santos, 2011).

A construção da confiança dos agentes econômicos no governo passaria pelo efetivo respeito às ‘regras do jogo’. Portanto, não bastaria a adesão à austeridade fiscal, ao câmbio flexível e ao RMI, era preciso adotar medidas coerentes com essa opção, pois a percepção do mercado de uma atuação desviante por parte da política econômica conduziria à perda de credibilidade do governo e, portanto, penalizações por parte do mercado, como a necessidade de se aumentar a taxa de juros para evitar fuga de capitais.

Desse tripé de política econômica, o RMI pode ser considerado o mais importante, já que a política monetária, por meio da administração da taxa de juros, é a principal ferramenta de condução econômica, sendo a fiscal e a cambial subsidiárias dela. Surgiu, assim, a chamada regra de Taylor. Taylor (1993) considerava a expansão monetária um problema para a inflação e os bancos centrais precisariam de uma regra simples para definir a taxa de juros, como uma função linear do comportamento corrente do diferencial entre a inflação observada a meta e o hiato do produto. Uma inflação ótima, considerando o custo/benefício para a economia e os desvios para o produto seriam componentes fundamentais para a escolha da taxa de juros que por sua vez estabilizaria a economia. A regra de Taylor buscava dois objetivos: a estabilidade do produto e dos preços. Para isso seria necessário uma política fiscal de menor multiplicador

de gastos (estabilidade do produto) e uma política monetária de controle inflacionário (estabilidade dos preços).

De acordo com a regra, a taxa de juros nominal seria um instrumento de política monetária que, por sua vez, faria parte de um processo de ajuste sistemático sensível à evolução da economia, não devendo ser um processo exógeno que segue determinações de governamentais ou interesses políticos. O foco de Taylor era a meta de inflação e, por isso, acreditava que uma política monetária eficiente seria aquela que visasse uma meta de inflação ótima e, a partir da regra apresentada em seu estudo, mantivesse sua credibilidade. Nesse contexto, defendia a flutuação cambial como forma de reforçar o compromisso com a meta de inflação, ao passo que evitaria ataques especulativos à taxa de câmbio a partir da credibilidade e dos compromissos assumidos pela autoridade monetária. Em suma, a regra de Taylor trouxe para o NCM uma taxa de juros reajustável de acordo com a meta ótima de inflação.

De maneira geral, segundo Mishkin (2000), o RMI pode ser identificado pelos seguintes elementos: I) o estabelecimento e anúncio de uma meta numérica para um ou mais períodos de tempo; II) compromisso com a estabilidade de preços como objetivo principal da política monetária; III) utilização de uma estratégia de informação na qual as variáveis, e não somente os agregados monetários e o câmbio, sejam utilizados como parâmetros às decisões que dizem respeito ao instrumento de política; IV) o rigor na transparência das estratégias de política monetária, através da comunicação pública acerca dos planos, objetivos e tomadas decisões da autoridade monetária e, (V) a intensificação da responsabilidade do BCB no cumprimento das metas inflacionárias pré-estabelecidas (Biondi; Toneto Júnior, 2005; Campedelli, 2014).

Em síntese, o NCM, no qual se enquadra o RMI, pode ser descrito como um arcabouço de políticas econômicas criado a partir dos desdobramentos das discussões entre novo-clássicos e novo-keynesianos<sup>8</sup> (com exíguos elementos da teoria geral de Keynes). Arcabouço que só funcionaria de maneira eficiente se as políticas fiscal e cambial estivessem em perfeita harmonia com a política monetária. O resultado de uma valorização da política monetária dentro do RMI é a ausência de funcionalidade da política fiscal, que se torna “refém de um lento e incerto processo legislativo” (Arestis; Sawyer, 2003, p. 7). No RMI, a política fiscal tem um papel passivo e secundário em relação à política monetária, restringindo-se à missão de controle

---

<sup>8</sup> Não é consenso entre economistas heterodoxos que os novo-keynesianos, tenham feito uma reformulação teórica a partir de Keynes. Victoria Chick e Davidson por exemplo, não consideram essa hipótese e em suas obras: *Macroeconomis after (1983) Keynes e Post Keynesian Macroeconomic Theory (1994)*, ambos criticam a simplificação de princípios basilares da teoria geral de Keynes como a política fiscal e o intervencionismo institucional. Sicsú (1999), afirma que os Novo - Keynesianos estão muito mais alinhados aos Novo Clássicos que a Keynes, com suas abordagens os pensadores dessa escola reduzem a teoria Keynesiana no curto e elimina completamente a atuação do governo no longo prazo, ponto importante para os Keynesianos e pós-keynesianos.

do déficit. De acordo com Arestis e Sawyer (2003), a política fiscal, nesse aspecto, passa a se submeter aos dispositivos legais criados para controlar e restringir os gastos servindo para manter a credibilidade da política monetária. Diante da necessidade de se criar regras para a política econômica, a implementação do NCM exigiria a discussão de um redesenho institucional para enquadrar a condução da política econômica, como a própria forma de definição das metas e a independência do banco central.

## 2.6 O RMI E A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

As teorias que defendem a necessidade de um BC independente surgem a partir da ideia de agentes econômicos com expectativas racionais vinda da escola novo-clássica. A discussão inicia-se com a abordagem acerca da credibilidade do BC como uma questão essencial para se evitar um viés inflacionário. O RMI, coerente com o ideário dessa escola, exige a máxima credibilidade do BC para funcionar adequadamente. Isso significa rigor no cumprimento das metas estabelecidas e a mínima ou nenhuma ligação com o governo, uma vez que este agiria politicamente e possuiria viés inflacionário, como já mencionado. Nesse sentido, a abordagem de Kydland e Prescott (1977) em defesa da credibilidade do banco central, fornece argumentos plausíveis para se defender a independência da autoridade monetária como condição para o bom funcionamento do RMI.

Na década de 1970, o cenário de estagflação em diversos países incitou o surgimento de uma vasta literatura sobre a independência do banco central. Desde então, artigos das mais diversas correntes do pensamento têm sido publicados sobre a relação entre o processo inflacionário e o grau de independência dos bancos centrais, destacando-se os de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) e Goodhart (1995).

Em alguns países, a discussão ganhou força suficiente para fomentar discussões nos parlamentos e aprovar leis que davam autonomia operacional ou mesmo a independência do BC em relação ao poder executivo. Muitos países na década 1990 adotaram tal medida objetivando evitar o viés inflacionário e baseando-se na teoria pré-existente em que a correlação negativa entre o grau de independência do banco central<sup>9</sup> e a inflação da economia pode ser verificada (Modenesi, 2005).

As propostas de independência do BC nos anos 1980 foram alicerçadas, em geral, em dois parâmetros diferentes: com e sem metas de inflação. Para Rogoff, a estabilidade não seria

---

<sup>9</sup> Cukierman foi responsável pela criação do trabalho que expôs um método de avaliação do grau de independência dos bancos centrais no artigo *Measuring The Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes*, de 1992, em colaboração com os autores S. Webb e B. Neyapti.

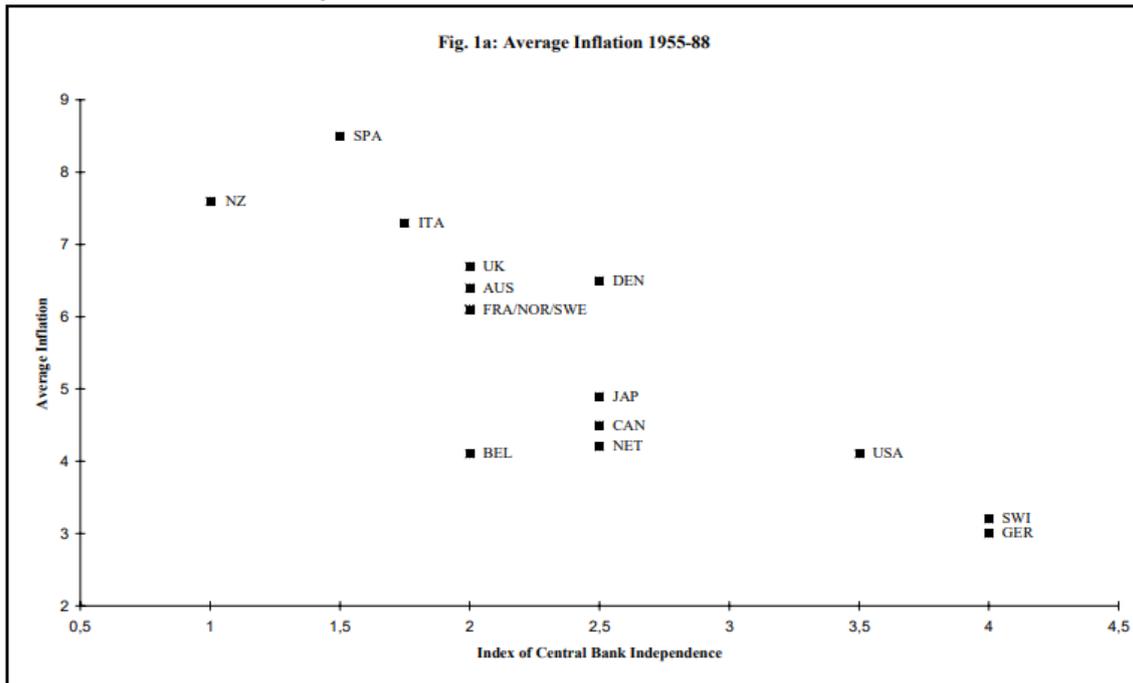
uma função da definição de metas inflacionárias, mas da existência de uma autoridade monetária de perfil conservador, avessa à inflação e que não tomasse decisões com viés político. O autor sustenta que a independência seria uma espécie de garantia para a credibilidade da instituição, ou seja, asseguraria que o BC atuaria somente para estabilizar preços, independente de outros interesses econômicos, políticos ou sociais. Entretanto, admite a intervenção do governo em casos de grave crise de desemprego (Rogoff, 1985 *apud* Mendonça, 2002).

Economistas novo-keynesianos concordam com o problema da inconsistência dinâmica e a existência de um viés inflacionário quando a autoridade monetária age de forma discricionária. Todavia, também reconhecem a necessidade de manutenção de certa intervenção, para que a política monetária possa ser utilizada como instrumento de estabilização do produto, ainda que a instrumentalização se reflita nas taxas de inflação. Os critérios de intervenção discricionária poderiam derivar, por exemplo, de regras contingentes (*feedback rules*) com cláusulas de escape (Lohmann, 1992). Outra possibilidade seria instituir contratos ou normas que serviriam para orientar a ação do banco central, de modo que a busca da estabilidade de preços fosse alcançada com alguma flexibilidade para responder a novas informações.

Esta última é justamente a proposta de Walsh (1995), que defendia a utilização das metas de inflação e, por responder de maneira mais clara à incômoda problemática da credibilidade, passou a ganhar maior adesão. Para ele, a meta inflacionária é crucial e deve ser firmado um contrato entre o governo e o BC para que a meta seja alcançada. Além disso, a instituição deve ter total liberdade de atuação para alcançar seu objetivo, eliminando qualquer interferência do poder executivo. Conforme Pellegrini (2004), o objetivo do modelo de Walsh era dirimir o impasse entre credibilidade e falta de flexibilidade da política monetária.

Conforme Mendonça (2002), os trabalhos sobre a independência do BC ganharam força com estudos empíricos que revelavam uma forte correlação entre o grau de independência e a taxa de inflação. Cukierman (1996) demonstra que quanto maior a dependência do BC em relação ao governo, maior tende a ser a inflação. Esse resultado foi corroborado pelo estudo de Alesina e Summers (1993).

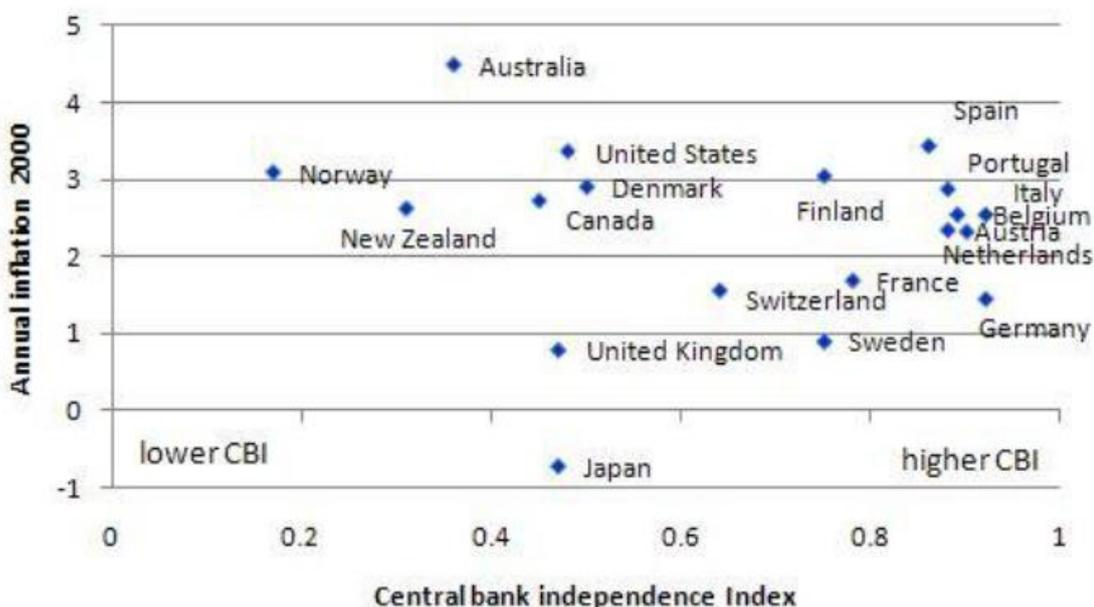
Gráfico 1- Grau de Independência do BC: análise de Alesina e Summers



Fonte: Alesina e Summers (1993).

Os autores analisaram a relação entre o grau de independência de 14 bancos centrais e as taxas de inflação entre 1955 e 1988, e constataram que, quanto mais independente é o banco central, menor é a tendência de inflação. Por outro lado, Mitchel (2010) utilizou um parâmetro mais atualizado com uma escala que vai de 0 a 1 para mensurar o grau de independência como mostra o gráfico abaixo:

Gráfico 2- Grau de Independência do BC: análise de Mitchel



Fonte: Mitchell (2010).

É possível perceber no gráfico que países como Espanha e Portugal possuem muita independência e também forte tendência inflacionária, contrariando os resultados anteriormente referidos. Na mesma linha, o Japão tem a melhor tendência inflacionária, mas seu BC possui apenas um grau médio de independência. Esses resultados contradizem a hipótese de que a independência do BC seria um elemento de eliminação ou redução do viés inflacionário, mantendo vivo o debate sobre a questão.

## 2.7 CONSIDERAÇÕES FINAIS SOBRE O CAPÍTULO 2

O NCM, como mencionado, originou-se de uma fusão entre novo-clássicos e elementos de curto prazo dos novo-keynesianos e, muito embora essas correntes tenham influenciado na criação de um sistema de metas de inflação, ideias econômicas anteriores foram importantes para fundamentá-lo. Por exemplo, a ótica clássica da inflação foi resgatada a partir da perspectiva basilar do naturalismo econômico, segundo o qual intervenções governamentais são prejudiciais para a economia e os mercados são autorregulados. Assim, a ideia de um viés inflacionário do governo, questão amplamente discutida por monetaristas e novo-clássicos, vai ao encontro do velho pensamento clássico.

A neutralidade da moeda e a ineficácia monetária também são resgatadas na abordagem monetarista que, por sua vez, se contrapõe à ideia keynesiana de uma política monetária capaz de alcançar o pleno emprego e o controle inflacionário ao mesmo tempo. Para isso, utiliza o

argumento da ineficácia monetária e a curva de Phillips modificada, reiterando que, no longo prazo, a política monetária é ineficaz e a moeda é neutra. Os novo-clássicos trazem em suas abordagens as expectativas racionais, às quais também resgatam a dicotomia clássica e defendem que a política monetária é ineficaz para alcançar algum nível de emprego. Valem-se da ideia de taxa natural de emprego e do autoajuste por parte dos agentes econômicos racionais. A inflação nesse sentido seria resultado desse processo de ajuste por parte dos agentes e, como são racionais, o ajuste sempre anularia qualquer efeito da política monetária sobre a determinação do nível de emprego.

Essas formulações teóricas embasaram a proposição de um NCM, baseado no tripé macroeconômico composto por equilíbrio fiscal, câmbio flexível e RMI. A visão teórica de que a política monetária discricionária, desde que conhecida pelos agentes, não teria qualquer efeito sobre a economia real ensejou propostas para tornar a atuação do BC previsível e enquadrada em regras pré-definidas, como no caso das metas de inflação. Com isso, ganhou força a tese de que bancos centrais independentes seriam mais eficientes para manter mais baixo o nível de inflação. Estudos empíricos sobre a correlação entre independência do BC e menor nível de inflação tem sido inconclusivos, com resultados distintos, como indicado nos trabalhos de Alesina e Summers, e Mitchell.

Apesar da controvérsia, diversos países utilizam atualmente o RMI e buscam a independência do Banco Central. O capítulo a seguir, aborda a experiência dos países que passaram a utilizar o RMI como ferramenta de controle inflacionário e a discussão acerca do aprofundamento e flexibilização das regras do NCM e, conseqüentemente, do RMI. A explanação do funcionamento da política monetária e da condução dos bancos centrais dos países analisados coloca em evidência a discussão sobre o grau de dependência do BC desses países aos seus respectivos governos.

A análise sobre a experiência dos países elencados também aborda o grau de liberdade na utilização de mecanismos monetários por parte das autoridades, comparando a operacionalidade entre países e a necessidade de maior ou menor autonomia dos bancos centrais e seus efeitos no controle inflacionário. A credibilidade das autoridades monetárias é ponto alto da discussão sobre a possibilidade de independência, e, como demonstra o capítulo 2, em certas circunstâncias alguns países possuem privilégios por conta de condições pré-existentes em suas estruturas, enquanto outros precisam seguir rigorosamente as regras do NCM, o que se reflete nesses casos, na busca pela independência do BC para se obter maior credibilidade e eficiência no RMI.

### **3 CONTROLE DA INFLAÇÃO E NÍVEL DE DESEMPREGO: UMA ANÁLISE DA APLICAÇÃO DO RMI NO MUNDO E NO BRASIL**

O objetivo deste capítulo é analisar a experiência das políticas de controle inflacionário em países desenvolvidos e subdesenvolvidos que passaram a utilizar o RMI. Sobretudo, pretende-se avaliar a eficiência do RMI nestes países e a intensidade da aplicação das regras do NCM. A grande questão deste capítulo é delimitar as diferenças e semelhanças dos regimes adotados, levando em consideração o histórico inflacionário dos países, sua estrutura monetária e seu nível de desenvolvimento econômico, além de questões conjunturais, como componentes explicativos para a adesão ao RMI. O caso brasileiro é analisado detidamente, avaliando-se as políticas de controle de inflação no país desde antes da adesão ao RMI em 1999.

De acordo com Ferrari Filho (1997), a década de 1970 foi um divisor de águas para a política monetária em todo o mundo. Conforme Tavares (1990), a escalada inflacionária, que solapou as economias desenvolvidas, trouxe um novo paradigma acerca do desenvolvimento econômico. O que estava no centro das discussões naquele período era a solução para a estagflação, um problema aparentemente inevitável e progressivo. As políticas keynesianas mostravam-se ineficazes para combater o fenômeno e abriu-se um espaço para políticas fiscais pró-cíclicas,<sup>10</sup> câmbio flutuante e maior rigor no controle inflacionário.

Com o primeiro choque de petróleo em 1973, a política econômica keynesiana, derivada da síntese neoclássica, tornou-se insustentável, por negligenciar o desempenho das expectativas de flutuação cambial sobre os movimentos de capital de curto prazo que ocorreram naquele período. O resultado foi a estagflação nos países centrais e a fuga de capitais e constantes desvalorizações das moedas em outros países, marcando um período de grande instabilidade para a renda (Tavares, 1990).

De acordo com Marichal (2016) a maior parte dos capitais direcionados aos países produtores de petróleo, que se beneficiaram com o aumento de preços, foi destinada às principais praças financeiras, EUA, Europa e Japão, cujas estruturas bancárias pré-existent favoreciam esse tipo de investimento. Eram os chamados ‘petrodólares’. Esse movimento, somado à desvalorização cambial e às políticas monetárias expansionistas, provocou dois efeitos, a saber: I) um acúmulo de capitais concentrados em grandes bancos dos países centrais e II) um fluxo de capitais desses grandes bancos para os países periféricos da América Latina e

---

<sup>10</sup> Conforme Rocha (2007), os gastos governamentais compõem uma parcela do produto e crescem nas expansões e retraem nas contrações econômicas, com os déficits expandindo nas fases de crescimento da economia e diminuindo desaceleração da economia.

Ásia por meio de oferta de crédito ou financiamento da dívida via títulos, uma vez que os juros desses países seriam mais atrativos.

O efeito das intervenções de Paul Volker no FED, basicamente um aumento de juros para controlar a inflação doméstica, provocou muitas oscilações nos fluxos internacionais de capitais e o sistema financeiro mundial viveu um cenário de reformulação das políticas monetárias para adequação ao aumento de juros nos EUA. O contexto de aceleração da inflação abriu caminho para teóricos monetaristas e novo-clássicos das décadas de 1970 e 1980. Regras do NCM seriam a saída para o resgate da credibilidade dos países subdesenvolvidos que tinham muita dificuldade em quitar suas dívidas cada vez maiores, pelos altos juros e condições hostis de negociação por parte de credores e agências multilaterais, como o FMI e o Banco Mundial (Blanchard, 2010; Carneiro, 1992; Santos, 2011).

A inflação assolava países subdesenvolvidos e desenvolvidos, mas não da mesma forma e nem com a mesma intensidade. Nos primeiros, embora o processo inflacionário tenha sido mitigado pela questão estrutural, pelo menos nos países de renda média,<sup>11</sup> havia ainda um mercado de câmbio mais limitado e, por esta razão, mais suscetível aos choques externos. Nos últimos, o avanço do processo inflacionário acompanhou os choques de petróleo e conflitos militares inerentes à guerra fria, como a guerra do Vietnã (Marichal, 2016).

É a partir desse contexto histórico e econômico, e das teorias econômicas das décadas de 1970 e 1980, que o RMI ganhou espaço e, na década de 90, foi adotado em mais de vinte países desenvolvidos e subdesenvolvidos. Para muitas autoridades monetárias, ele representava a melhor alternativa para sanar o problema inflacionário, já que alguns trabalhos empíricos indicavam seu relativo sucesso, ainda que se possa questionar a metodologia desses trabalhos e o custo social de sua aplicação (Biondi; Toneto Júnior, 2005; Campedelli, 2014). Independente disso, o NCM, arcabouço de política econômica no qual o RMI se insere, o considera um eficiente arranjo institucional para manter baixas taxas de inflação e reduzir as flutuações do produto. Dependendo da credibilidade do banco central, o regime ainda comporta, implicitamente, uma ‘discricionariedade restrita’, propiciando reações do BC em casos de recessões não previstas, por meio de variações adequadas na taxa de juros de curto prazo de

---

<sup>11</sup> Conforme Bresser-Pereira e Gala (2010), o ponto principal de estrangulamento do lado da oferta que fomentava a inflação estrutural era a produção de bens primários para consumo interno cuja oferta não conseguia absorver com rapidez necessária às variações na demanda e nos preços. Outro componente que causava inflação estrutural era o setor externo. Estes pontos de estrangulamentos eram típicos de economias nas quais havia a produção não havia ainda assumido em sua completude a lógica capitalista. Atualmente os mercados de alimentos e os demais mercados atingiram um certo grau de desenvolvimento nos países da América latina e Ásia, de forma que sua resposta letárgica aos aumentos de demanda que a teoria da inflação estrutural pressupunha perderam, em parte, sua validade.

modo a minimizar as flutuações do produto em torno de sua tendência de longo prazo. O fracasso das âncoras cambiais no combate à inflação nos países subdesenvolvidos e o relativo sucesso nos países desenvolvidos motivou a adoção do RMI na década de 90 (Bresser-Pereira; Gala, 2010; Campedelli, 2014; Squeff; Oreiro; Paula, 2009).

Como mostra o capítulo a seguir, a década de 90 foi marcada por essa nova configuração das economias mundo afora, na esteira da globalização financeira, caracterizada por grandes fluxos de capital, abertura comercial, flutuação cambial, rigidez no controle das contas públicas e política monetária contracionista. O RMI passou a ser um importante mecanismo de controle inflacionário e, juntamente com as demais medidas ortodoxas, fazia parte de um conjunto de políticas econômicas aplicadas principalmente nos países do ocidente, como já mencionado. Assim, tornou-se cada vez mais nítida a tendência à política econômica pró-mercado financeiro e supressão do viés inflacionário da autoridade monetária, configurando um novo desenvolvimento pautado na conta de capital equilibrada, na estabilização de preços e no crescimento a partir de aspectos endógenos livres de inflação.

### 3.1 A EXPERIÊNCIA DO RMI EM PAÍSES DESENVOLVIDOS E SUBDESENVOLVIDOS

Como mencionado, na década de 90, vários países, sobretudo os desenvolvidos, adotaram o RMI como ferramenta de estabilização monetária de suas economias. A Nova Zelândia foi o primeiro país a aderir ao regime em 1990, seguida por Canadá (1991), Reino Unido (1992). Após sucessivos fracassos no controle da inflação e relativo êxito nos países desenvolvidos, países subdesenvolvidos também passaram a adotar o RMI, caso de Chile (1991), Brasil (1999), México (1999), (Campedelli, 2014; Fonseca; Peres; Araújo, 2016). Entre meados da década de 80 até 2006 foi talvez, uma das fases mais complexas para adequação da nova ordem financeira. Pois foi marcada por mudanças em suas políticas monetárias para adequar à nova realidade de um mundo globalizado, com grande volatilidade de capitais e pressões sobre as moedas dos países estudados. A delimitação deste período também marca o processo de implementação do RMI.

O primeiro país emergente a adotar o RMI foi o Chile, após um processo inflacionário que assolou o país na década 80. Assim como no Chile, diversos países encontraram no RMI uma solução para o problema inflacionário, entretanto, a “solução” é duvidável para muitos economistas heterodoxos, uma vez que os países que adotaram o RMI apresentaram problemas como desemprego, queda de investimento, baixo crescimento e, embora alguns de fato tenham

mantido níveis inflacionários relativamente baixos, isso não se verifica em todos os casos, nem há um padrão linear ao longo do tempo (Fonseca; Peres; Araújo, 2016).

Como mencionado no primeiro capítulo, apesar da influência teórica predominantemente novo-clássica, o RMI é, na verdade, uma estratégia de política monetária que compõe o conjunto de políticas econômicas definido como NCM, não se tratando, portanto, de uma teoria. Ele significa uma atuação anti-inflacionária do BC alicerçada nas teorias monetárias da ortodoxia econômica do final do século XX (Fonseca; Peres; Araújo, 2016), sendo a taxa de juros a principal ferramenta de combate à inflação, conforme descrito na regra de Taylor (2002).

Com política da desinflação, o aumento da taxa de juros dos EUA e uma forte diplomacia do dólar, por parte do governo norte-americano, os países subdesenvolvidos se tornaram mais vulneráveis à grande volatilidade de capitais por possuírem mercados cambiais menores e menos líquidos. Na década de 80, por exemplo, a virulenta fuga de capitais dos países subdesenvolvidos em direção aos países desenvolvidos agravou a situação econômica do primeiro grupo, que passou a ter dificuldades em quitar suas dívidas, inclusive tendo que, de maneira indireta, sacrificar parte dos superávits comerciais que lograram na década de 70 para pagar juros de endividamentos externos elevados, dado o cenário de baixa liquidez internacional.

Assim, conforme Tavares e Belluzzo(1986), Nakatani e Gomes (2015) e Almeida (2001), os subdesenvolvidos se depararam com o seguinte contexto entre 1980 e 1990: I) alta mobilidade de capitais de curto prazo que forçavam os países a buscarem incessantemente a valorização de suas moedas para se livrarem de pressões inflacionárias; II) integração financeira global, em que a estrutura financeira dos países centrais favorecia os fluxos de capitais para seus mercados; III) descapitalização por conta da devolução de grande parte dos saldos comerciais para quitar suas dívidas e corrosão inflacionária interna. Ao mesmo tempo, tinham que lidar com a dependência cada vez maior do capital externo.

Segundo Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009), diferente dos subdesenvolvidos, os países centrais não possuíam um histórico de inflação elevada e baixa credibilidade do setor financeiro, além disso, seus bancos centrais costumam operar com taxas de juros próximas de zero e expansões monetárias em dados momentos (Biancarelli; Rossi, 2013). Portanto, na análise do RMI, é preciso considerar os diferentes contextos dos países subdesenvolvidos e desenvolvidos. A próxima seção analisa a experiência do RMI em países desenvolvidos - Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e - em países subdesenvolvidos - México, Chile, e Brasil.

### 3.1.1 O RMI na Nova Zelândia

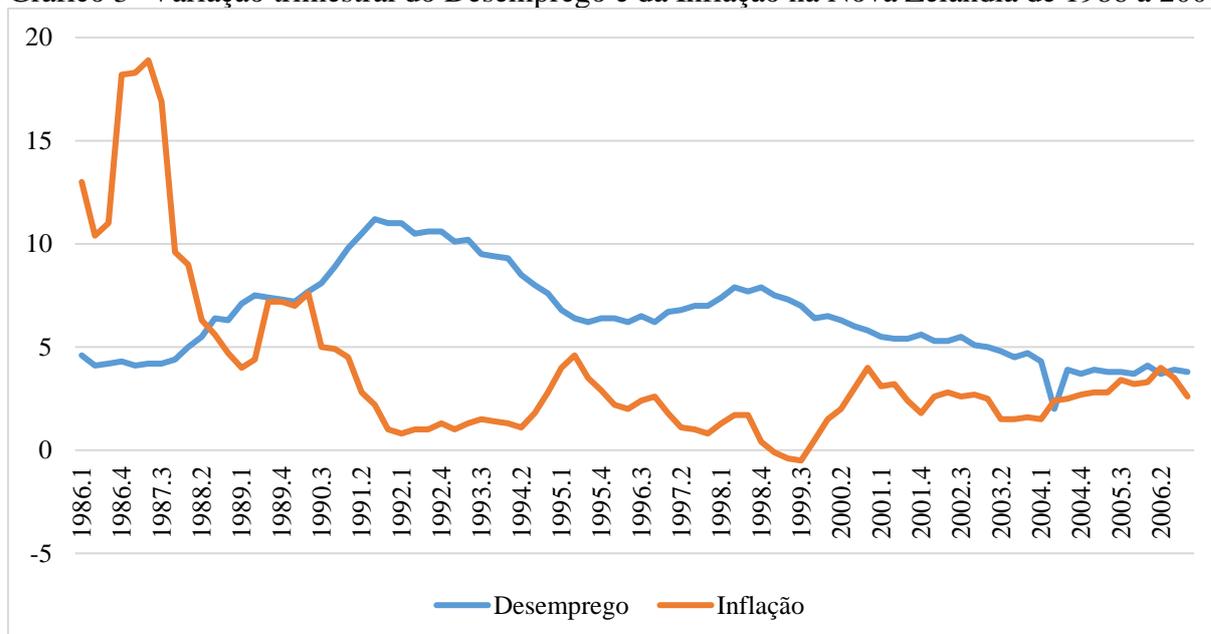
Conforme Marcelo *et al.*, (2006), a administração pública neozelandesa passou por reformas drásticas e tornou-se exemplo de boas práticas para outros países. A reforma financeira do setor público foi ancorada em três leis principais: a Lei do Setor Público (*Public Sector Act, 1998*), a Lei das Finanças Públicas (*Public Finance Act, 1989*) e a Lei de Responsabilidade Fiscal (*Fiscal Responsibility Act, 1994*). Essa reforma do lado fiscal veio acompanhada de um grande redesenho institucional que incluía uma guinada na política monetária do país, colocando-o em uma posição pioneira quanto ao controle da inflação. A Lei do Banco da Reserva da Nova Zelândia (*Reserve Bank of New Zealand Act, 1989*), de 1989, atribuiu ao BC a responsabilidade de elaborar a política monetária de forma independente e, em 1990, o país adotou o RMI. A referida lei determinou uma política de metas de inflação alinhada às estratégias do ministro das finanças e do presidente do banco central.

Em 1991, após a aplicação do RMI, o desemprego cresceu drasticamente e, embora tenha se reduzido nos anos seguintes, o país experimentou um crescimento econômico lento (Gráfico 2). O BC havia adotado uma política monetária simples e inflexível para o RMI, entretanto, em 2002, passou a flexibilizar as regras em momentos críticos, possibilidade indicada na análise do RMI no capítulo anterior, adotando outro índice de inflação, o *All Consumers Price Index* (CPI). Além disso, o país adotou Cláusulas de Escape (*Escape Clauses*) que propiciaram flexibilidade para a política econômica em casos de choques. Antes do RMI, o país utilizava um indicador chamado MCI (*Monetary Conditions Indicator*), que considerava os efeitos da taxa de juros real e da taxa de câmbio real sobre a inflação. Em 1999, a Nova Zelândia abandonou o índice MCI como instrumento oficial de política monetária e passou a adotar o índice *underlying inflation*, algo similar ao núcleo da meta e a OCR (*Official Cash Rate*) como taxa básica de juros. O *underlying inflation* é publicado ao lado do índice cheio (IPC) e regularmente utilizado em caso de choques externos. Já a OCR é estipulada pelo banco central e anunciada, o BC se compromete a pagar instituições financeiras a uma taxa de 0,25% de juros acima de empréstimos *overnight* (Krebs, 2006). Assim, os bancos comerciais não poderiam oferecer empréstimos de curto prazo a taxas significativamente maiores do que a OCR (Bernanke; Mishkin, 1997).

A questão da eficiência das metas no país ainda é questionável, pois autores como Mishkin e Posen (1997), que defendiam a eficiência do RMI no controle da inflação, reconheceram que a Nova Zelândia, assim como outros países desenvolvidos, adotou o RMI em meio ao desaquecimento econômico, e já havia uma tendência de queda do produto, mas

que o RMI serviria para a manutenção das taxas de inflação. No entanto, Sicsú (2002) argumenta que alguns países desenvolvidos, mesmo sem adotar o RMI, permaneceram com baixas taxas de inflação. De fato, a inflação na Nova Zelândia seguiu uma trajetória de queda entre 1986 e 2006 como mostra o Gráfico 3.

Gráfico 3 -Variação trimestral do Desemprego e da Inflação na Nova Zelândia de 1986 a 2006



Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de dados do Statistics New Zealand, RBNZ.

É perceptível a tendência de queda da inflação na Nova Zelândia e uma trajetória descendente também do nível de desemprego. Todavia, é importante fazer algumas ponderações sobre o comportamento desses índices: I) os quatro anos que antecederam a implementação do RMI já mostravam uma tendência de queda da inflação associada ao desaquecimento econômico (Sicsú, 2002); II) o desemprego começa a seguir uma trajetória ascendente quando sai de 4,1% em março de 1986 e vai para 8,1% no ano em que o país aderiu ao RMI e segue até chegar em 11,2% em setembro de 1991, cai em 1994, e ganha uma queda lenta mais consistente entre 2002 e 2006, e mesmo também tendo iniciado uma tendência de queda no final de 1990, a consistência foi maior entre 2002 e 2006; III) em 2002, ano em que a Nova Zelândia decidiu flexibilizar o RMI e adotar medidas protetivas em caso de abalos externos, e nos períodos seguintes, é possível perceber a desaceleração do desemprego e da inflação, portanto, é possível perceber que o *trade off* e o “custo de sacrifício” não ocorreu, ou não ocorreu como Mishkin e Posen (1997) acreditavam.

### 3.1.2 O RMI no Canadá

Em 26 de fevereiro de 1991, o Canadá passou a utilizar o RMI e a lei instituída naquele ano fazia parte de uma campanha do BC canadense desde 1988 para estabilizar os preços e manter uma política monetária com mais estabilidade no longo prazo. O novo arranjo era seguido pelo BC juntamente com o ministro de finanças, e teria a finalidade de estabelecer as metas e alcançá-las. Assim como na Nova Zelândia, o Canadá optou pela utilização de bandas para acomodação estrutural das metas, publicando, porém, o ponto central da meta adotada com intervalos de 2% para mais ou para menos. As metas variavam de 3 a 5% para o final do primeiro ano; 2 a 4% para 1992; 1, 5 a 3, 5% para junho de 1994; e, a partir de dezembro de 1995, de 1 a 3%.

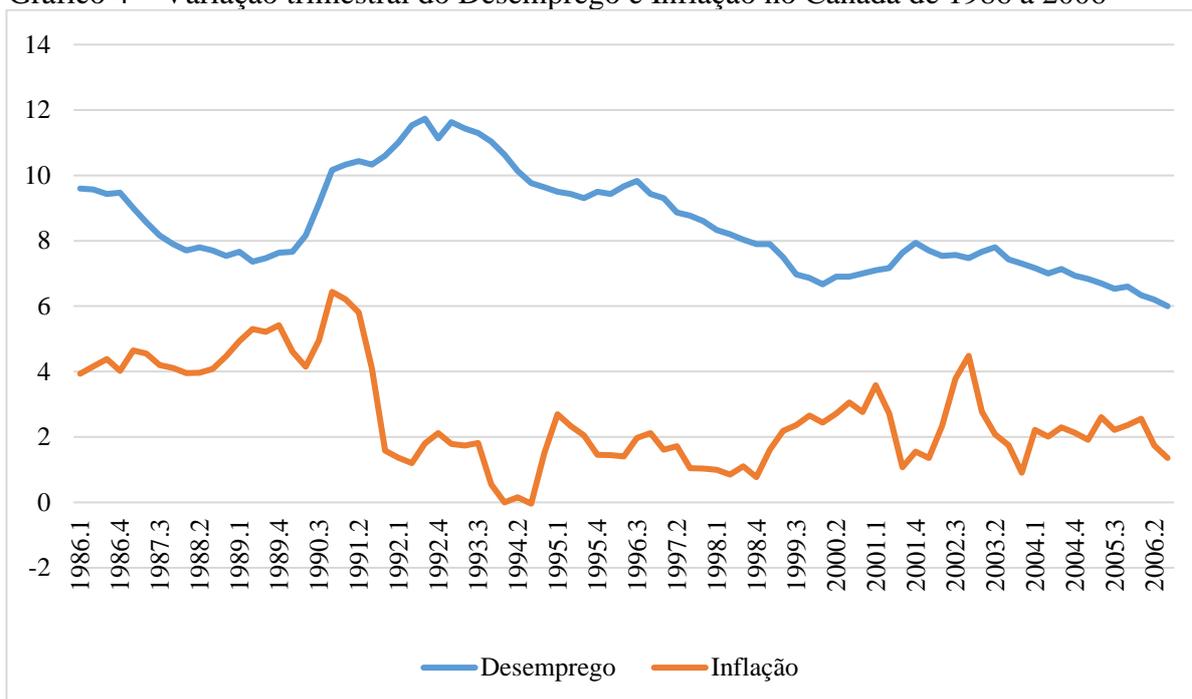
O desenho institucional da política monetária canadense foi cauteloso na condução da política monetária: caso a meta não fosse alcançada, o BC deveria agir gradualmente propagando para a população que a acomodação mais lenta faz parte da tática do banco diante de especificidades conjunturais da economia canadense, deixando claro que não se trata de um abandono de acordos firmados entre autoridades ou uma mudança de prioridade da política monetária (Nunes, 2014).

O regime de metas canadense é caracterizado pela flexibilidade pragmática, isto é, alinhado ao crescimento real do produto, sendo considerada tanto a variação do produto quanto flutuações da política monetária (Oreiro; Lemos; Padilha, 2005). O BC estabeleceu ainda um índice referencial que mensura o núcleo da inflação ou “*core inflation*”, que exclui do IPC oito itens de maior volatilidade, como preços de energia, alimentos, entre outros mais sensíveis, que representam cerca de 16% do índice cheio. Variações de impostos indiretos também são excluídas.

Outras duas características institucionais do RMI no Canadá são: I) a comunicação é muito mais voltada para a população do que para o próprio governo, pois desde 1996, quando o BCB foi alvo de críticas por parte do presidente da Associação dos Economistas Canadenses pela forma como estava sendo conduzida a política monetária, o país passou a buscar mais transparência nas prestações de contas, priorizando sempre a população; II) os índices que mensuram as taxas de inflação no Canadá são: o IPC e o *Core Inflation*, aferidos por instituições distintas (Oreiro; Lemos; Padilha, 2005).

Pode-se dizer que a experiência do Canadá com o RMI foi bem-sucedida quanto ao controle da inflação, isto é, conseguiu ao mesmo tempo estabilizar preços, reduzir expectativas de inflação e inibir desvios em relação à meta (Mishkin; Schmidt-Hebbel, 2007). O Gráfico 4 mostra o comportamento da inflação e desemprego no Canadá entre 1986 e 2006.

Gráfico 4 – Variação trimestral do Desemprego e Inflação no Canadá de 1986 a 2006



Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de dados da OCDE e Federal Reserve Bank of St. Louis.

Os quatro anos que antecederam a adoção do RMI, como demonstrado no gráfico, seguiram uma tendência de queda tanto do desemprego, quanto da inflação. Embora em 1986 o desemprego tenha atingido, no segundo trimestre 1986, uma taxa de 9,5% da população, seguiu em queda até o último trimestre de 1990, quando a inflação também subiu e atingiu 6,2%. Com a adoção do RMI, a inflação desacelerou e tendeu a cair, chegando a -0,038% no terceiro trimestre de 1994. O desemprego demonstra queda mais lenta, no entanto, atingiu os menores níveis no ano de 2006, quando caiu a 6%.

### 3.1.3 O RMI no Reino Unido

O Reino Unido adotou o RMI depois do Canadá, mas em circunstâncias muito distintas. Enquanto no Canadá a adesão ao RMI se deu de forma mais lenta, passando por um processo gradual de experimentação e discussão pública. No Reino Unido, o processo foi impulsionado por uma crise, mais especificamente, pela hostil situação cambial de setembro de 1992, quando ocorreram vários ataques especulativos contra a libra. A busca por credibilidade por parte das autoridades inglesas seria o combustível para a mudança na condução da política monetária.

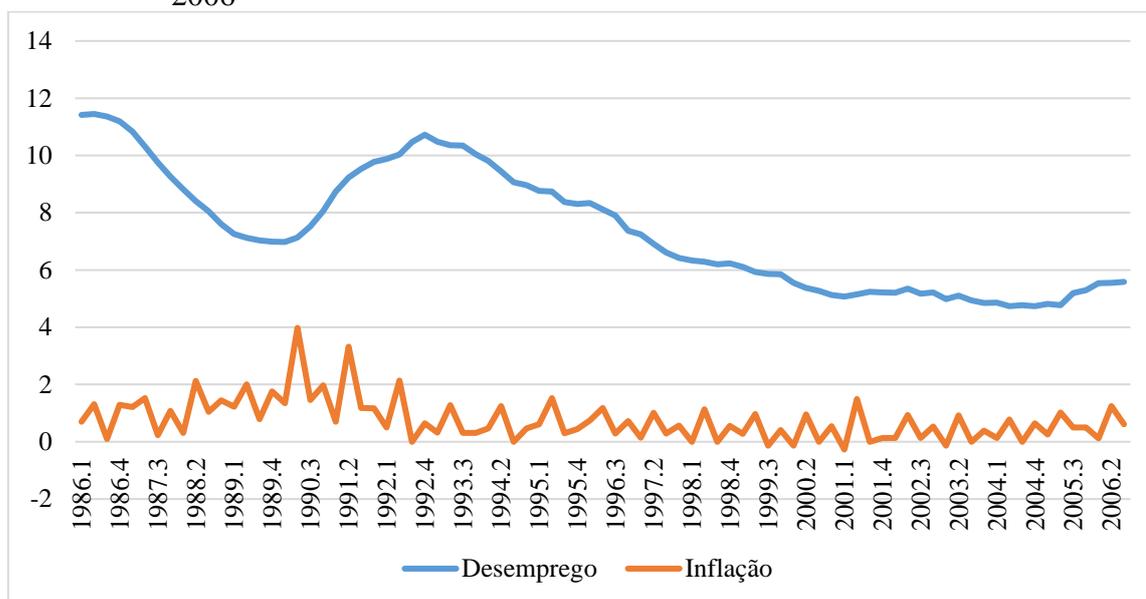
O país cuja economia serviu de base para o estudo sobre a relação emprego-inflação de Phillips e, conseqüentemente, para a hipótese do *trade off* que inspirou o RMI, só passou a utilizá-lo após a referida crise cambial. O dia 16 de setembro de 1992 foi histórico para o Reino

Unido e ficou conhecido como *Black Wednesday*, pois, apesar de ter feito um grande esforço, o governo não conseguiu manter a paridade da libra. Segundo Budd (2005), o marco alemão provocou efeitos nocivos à libra, uma vez que a unificação da Alemanha provocou efeito positivo em sua economia aquecendo-a a partir da expansão de liquidez a priori. A posteriori com a economia já aquecida, e consolidada na Europa, houve uma contração monetária e flutuação cambial como estratégia da política monetária alemã. Esse movimento provocou um choque especulativo contra a moeda inglesa, já que a moeda alemã abruptamente se valorizava no espaço europeu conforme Krugman e Obstfeld (2009) e Marsh (2009).

A desvalorização da libra colocou em xeque a confiança nas autoridades monetárias do país e, em outubro de 1992, o Reino Unido passou a utilizar o RMI em substituição à âncora cambial. O índice RPIX (*Retail Prices Index*), que teve grande aceitação na imprensa especializada em finanças, passou a ser o principal índice e o RPIX (*core*) deveria considerar o núcleo da inflação. Entretanto, diferente da Nova Zelândia, o conceito inglês incluía choques externos. O RMI do Reino Unido operava com um centro e faixas superiores e inferiores da meta adotada e anunciada publicamente, além de bandas. A intenção do governo, não era atingir a inflação real, mensurada pelo RPIX, mas prever os seus valores sem atingir o intervalo de banda que seria considerado imperfeições no controle da inflação. O prazo das previsões do BCB era de dois anos para ficar dentro do intervalo desejado.

A partir de 1994, a inflação estava melhor do que o governo esperava e a taxa básica de juros se reduziu de 6% para 5,5%. Em 1997, a economia cresceu e a taxa de desemprego caiu a 8%. Em maio de 1997, o BC passou a ter independência operacional e, em junho do mesmo ano, foi criado o Conselho de Política Monetária Nacional. O Gráfico 5 mostra o comportamento da inflação e desemprego entre 1986 e 2006 no Reino Unido.

Gráfico 5 – Variação trimestral do desemprego e da inflação no Reino Unido de 1986 a 2006



Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de dados da OCDE e Federal Reserve Bank of St. Louis.

A taxa de inflação no Reino Unido, apesar de oscilações constantes ao longo da série, não apresenta grandes picos. No primeiro trimestre de 1992, passou de 0,49% para 2,1%. Mesmo sendo uma taxa irrisória se comparada a outros países, ela foi quase cinco vezes maior que no trimestre anterior, o que indicava a tendência de depreciação da libra por conta dos eventos mencionados. O desemprego, na série analisada, não demonstra necessariamente ligação com a inflação e segue sem grandes oscilações de curto e curtíssimo prazo, mas com tendência de queda no último trimestre de 1986 e uma tendência de alta entre o primeiro trimestre 1990 e último de 1992, passando de 6,9% para 10,72%.

### 3.1.4 O RMI no Chile

A partir de 1973, com a deposição do governo Allende, assumiu a ditadura militar que logo demonstrou um alinhamento com políticas de estabilização mais ortodoxas. Os gastos governamentais, por exemplo, caíram de 42,7% em 1973 para 31,7% do PIB já em 1974, indicando, segundo Gontijo (1995), um longo período de ajustes que reverberou, inclusive, sobre os gastos sociais e culminou com a reformulação da seguridade social.

Conforme Barbosa (2009), o corte de 20% nos empregos públicos do país e o aprofundamento das reformas de 1973 mexeram com a estrutura social chilena. Na busca pela redução de déficit público, o governo Pinochet amargou um resultado que triplicou o desemprego entre 1973 e 1982, com um salto de 7,2% para 23,2% na taxa de desemprego. O

problema passou a ser tão sério que o governo militar criou um plano de emprego mínimo. Não obstante, o plano teve pouco efeito, pois a atividade econômica tinha problemas e, apesar desse cenário, o governo seguia a agenda de estabilização pelo viés ortodoxo, por exemplo, reduzindo a oferta de moeda de 13,7% para 5,3% do PIB entre 1973 e 1979, com o consequente aumento das taxas de juros.

O Chile utilizou a âncora cambial como meio de apreciação do peso chileno e controle da inflação até 1982. Porém, conforme Cunha e Gala (2006), a persistente sobrevalorização da moeda e os sucessivos déficits em transações correntes, que passaram de 7,1% em 1978 para 14,5% do PIB em 1981, colocaram o país numa situação de vulnerabilidade externa, ainda mais com os efeitos do aumento da taxa de juros dos EUA e a moratória do México.

Com isso, o governo foi obrigado a abandonar a âncora cambial e forçou a maxidesvalorização da moeda. O resultado foi catastrófico, com queda de 15% no valor do câmbio entre 1981 e 1982. Durante a década de 1980, o governo chileno adotou um regime de minidesvalorizações e bandas ajustáveis. No final da década, o aumento do preço do cobre propiciou a valorização da moeda, mas entre 1989 e 1990, o balanço de pagamentos passou a apresentar déficits e colocou o câmbio no teto da banda, com implicações negativas para a inflação (Morandé; Tapia, 2002).

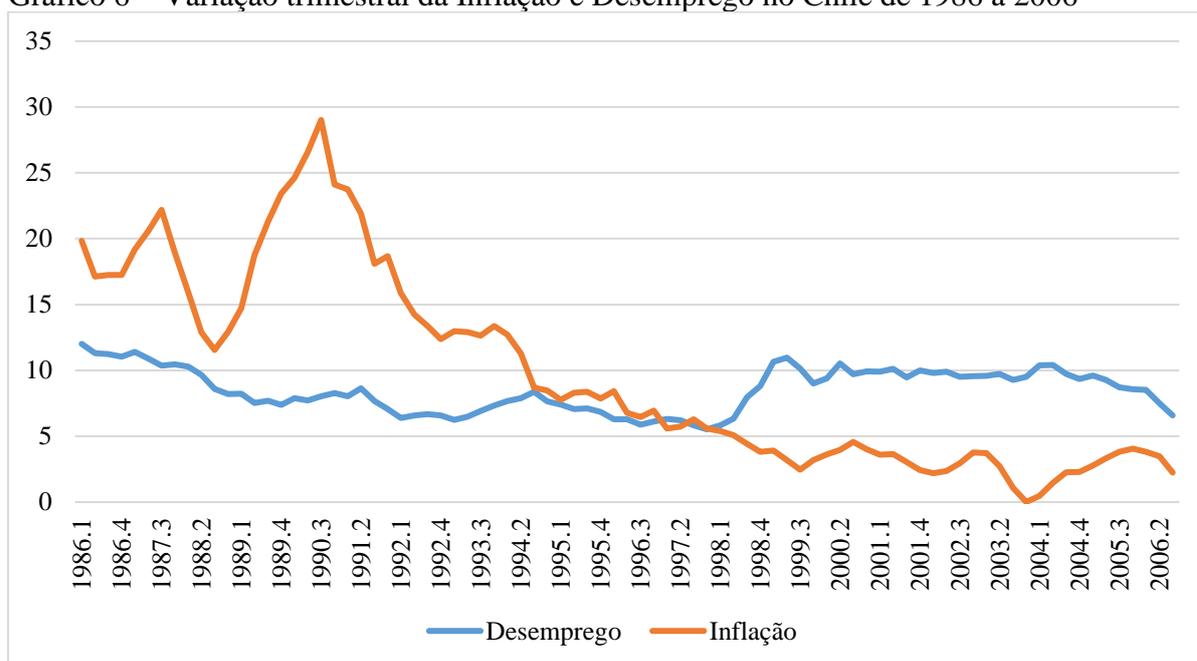
Ao analisar o cenário da década de 90, é possível perceber que o RMI seria adequado para a política monetária do país que já seguia a ortodoxia dos manuais de macroeconomia mais conservadores. Além de uma política fiscal e monetária contracionista, o governo chileno teria de lidar com o peculiar caso de um BC independente desde 1990, que tinha dois objetivos simultaneamente excludentes: a meta de inflação e um nível de câmbio alinhado à meta para o déficit de transações correntes. Em 1991, um ano após a aprovação da lei orgânica que concedeu independência legal e operacional ao banco central, o Chile aderiu ao RMI, sendo o pioneiro entre os subdesenvolvidos, como já mencionado.

O RMI coexistiu com as metas de câmbio até 1999, o que para muitos autores causa controvérsias sobre o momento da adoção do regime. A alegação é de que, somente em 1999, quando o país abandonou as metas cambiais, é que de fato o RMI passou a valer. Durante a década de 80, o maior desafio da política monetária era controlar a inflação, que chegou a 25% em 1990. Esse número caiu para apenas 3% em 1999. É possível dizer que o BCB do Chile optou por credibilidade em vez de flexibilidade, utilizando para a meta o CPI cheio, ou seja, sem núcleo de inflação. A ideia era mostrar para o mercado que o BCB não flexibilizaria suas metas por interesse do executivo. A média de crescimento trimestral do PIB entre 1991 e 1998 foi 7,6%, tendo sido atribuído ao país sucesso na transição das metas de câmbio para as de

inflação. Entretanto, é preciso considerar que as altas taxas de juros no fim da década de 1990 também influenciaram o câmbio e a inflação no país (Zettel, 2006).

Um trabalho de Eichengreen *et al.* (1998), encomendado pelo FMI, com o objetivo de estudar alternativas para países que buscavam flexibilidade cambial, reconheceu a transição chilena como bem-sucedida e atribuiu o sucesso aos esforços para fortalecer o setor financeiro e à manutenção de equilíbrio fiscal, além de um eficiente mecanismo de controles de capitais. Para os países latino-americanos, o Chile passou a ser referência na aplicação do RMI, sendo o primeiro país emergente a adotar metas de inflação em 1991, mesmo tendo abandonado as metas cambiais somente em 1999. Vale ressaltar também que o processo de estabilização dos preços no Chile iniciou-se muito antes da década de 90, com as políticas econômicas ortodoxas, contração monetária e rigidez nos gastos governamentais. O Gráfico 6 mostra o comportamento do desemprego e da inflação no Chile entre 1986 e 2006.

Gráfico 6 – Variação trimestral da Inflação e Desemprego no Chile de 1986 a 2006



Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de dados Federal Reserve Bank of St. Louis da OCDE.

A inflação no Chile encontrava-se alta desde o início da série, com uma queda de quase 11% em 1988 em relação a 1987, quando chegou a 22, 2%. Em 1988, a queda da inflação ocorreu quando a moeda chilena se valorizou substancialmente por conta do aumento do preço do cobre, principal produto de exportação chileno. Na sequência, a tendência foi de aumento da inflação, chegando a 29% no terceiro trimestre de 1990.

No final de 1991, a inflação ainda estava em 18,6%, momento em que o governo adotou o RMI. Em 1999, quando o governo abandonou as metas cambiais e o BCB passou a seguir somente a meta inflacionária, a inflação já estava num patamar baixo, 2,4% no terceiro trimestre. O desemprego seguiu a trajetória contrária, iniciando a série com tendência de queda e subindo em 1991, ano de adoção das metas de inflação, quando atingiu 8,4%. Caiu lentamente até chegar a 5,3% em 1998 e seguiu em alta até chegar a 10,1% em 1999. Somente em 2006 demonstrou tendência de queda consistente reduzindo-se para 6,5%.

### **3.1.5 O RMI no México**

Quando utilizava o Processo de Substituição de Importações (PSI) como instrumento econômico de desenvolvimento, a política fiscal era peça elementar para os objetivos da economia mexicana. Havia uma centralidade na política fiscal com tanta veemência que a política monetária era secundária, e tinha como objetivo principal fornecer crédito aos setores produtivos prioritários e financiar o setor público. Sob a coordenação do PSI, a economia mexicana alcançou bons resultados, com crescimento combinado com certa estabilidade de preços. As políticas macroeconômicas dispunham de maior grau de liberdade e o governo atuava com maior discricionariedade para atingir os objetivos do desenvolvimento. O cenário mudou durante os anos 1970, com os choques do petróleo e o crescente processo inflacionário (Clavijo, 2000; Côrte; Souza, 2020).

Conforme Côrte e Souza (2020), as crises iniciadas na década de 1970 se intensificaram na década de 1980. Nessa época, houve a inversão para uma política ortodoxa ocorreu em meados da mesma década, com a adoção de política fiscal e monetária contracionista e uma política de estabilização de preços baseada no controle do câmbio. O resultado foi uma drástica redução do déficit público entre 1981 e 1983, saindo de um déficit de 10% para um superávit de 0,4% do PIB em 1983. Com o aumento dos preços do petróleo naquela época, a política monetária anti-inflacionária dos Estados Unidos levou os países da América Latina ao colapso. A apreciação do dólar, a queda das exportações de produtos primários e todos os elementos que sustentavam o crescimento dos países da região passaram por grandes mudanças. Esse cenário levou à moratória da dívida externa em agosto de 1982 que levou à recessão mexicana (Rangel; Garmendia, 2012).

Todos esses problemas explicam as medidas tomadas pelo governo mexicano, pois a renegociação da dívida externa passou antes por um programa de ajustamento e monitoramento do FMI que previa aumento de tributos sobre consumo, redução de gastos, aumento de juros

contração de crédito e contenção salarial no governo de Miguel de La Madrid (1982-1988). A estratégia de estabilização proposta pelo governo, conforme Côrte e Souza (2020), transcorria sob a égide do NCM. As medidas visavam o resgate da credibilidade, com uma agenda contendo: (I) programa de estabilização (Pacto), baseado no uso da taxa de câmbio como âncora inflacionária (primeira fase); (II) renegociação da dívida externa com a consequente abertura da conta capital, dada a premissa de que a estratégia de crescimento passava pela atração de poupança externa; e (iii) aprofundamento da abertura econômica, com destaque para a assinatura do *North American Free Trade Agreement-NAFTA*<sup>12</sup> e aceleração do processo de privatizações.

Entre 1989 e 1994, no governo de Salinas de Gortari, todo o processo de reformas, segundo Côrte e Souza (2020), criava impedimentos para o crescimento econômico, já que o México manteve o programa de ajustamento e monitoramento sob supervisão do FMI que previa: i) uma generalizada e unilateral abertura comercial com completa adesão aos termos do *General Agreement on Tariffs and trade - GATT*<sup>13</sup>; II) processo de privatização de empresas estatais; sistema financeiro liberalizado; e iii) reversão da estatização do sistema bancário decretado em 1982, durante a crise (Guillén, 2012).

Todas essas reformas buscavam, principalmente, o controle de preços para que a economia pudesse enfrentar as desvalorizações por conta da escassez de reservas. Os insumos importados representavam cerca de 80% das exportações. Entre 1988 e 1993, as importações cresceram 141% enquanto as exportações cresceram apenas 46%. No que tange à inflação, em 1987, atingiu 159,2% caindo para 51,23% e depois para 19% em 1988 e um grande aumento para década de 90 em relação à década anterior. Em 1992 houve um acréscimo de 11,2%; já em 1999, o aumento foi de 12%. Se analisarmos, de 1980 a 1990, a média se manteve acima dos dois dígitos (Calderón; Sánchez, 2012; Côrte; Souza, 2020).

O relativo sucesso do controle inflacionário pode ser atribuído à melhoria no balanço de pagamentos, já que o México foi um dos países subdesenvolvidos que mais receberam capitais privados de curto prazo, graças à abertura comercial, à política de valorização cambial e ao aumento das taxas de juros reais, chegando a 30% ao ano. Quanto à economia mexicana, pode-se dizer que passou por um processo recessivo no período de 1982 a 1987: o PIB reduziu a uma

---

<sup>12</sup> Acordo Firmado entre os países da América do Norte: EUA, Canadá e México. Em 1992, em 1994 visando a redução gradual das barreiras tarifárias e facilitar o comércio entre países do subcontinente (Goyos Júnior, 2003).

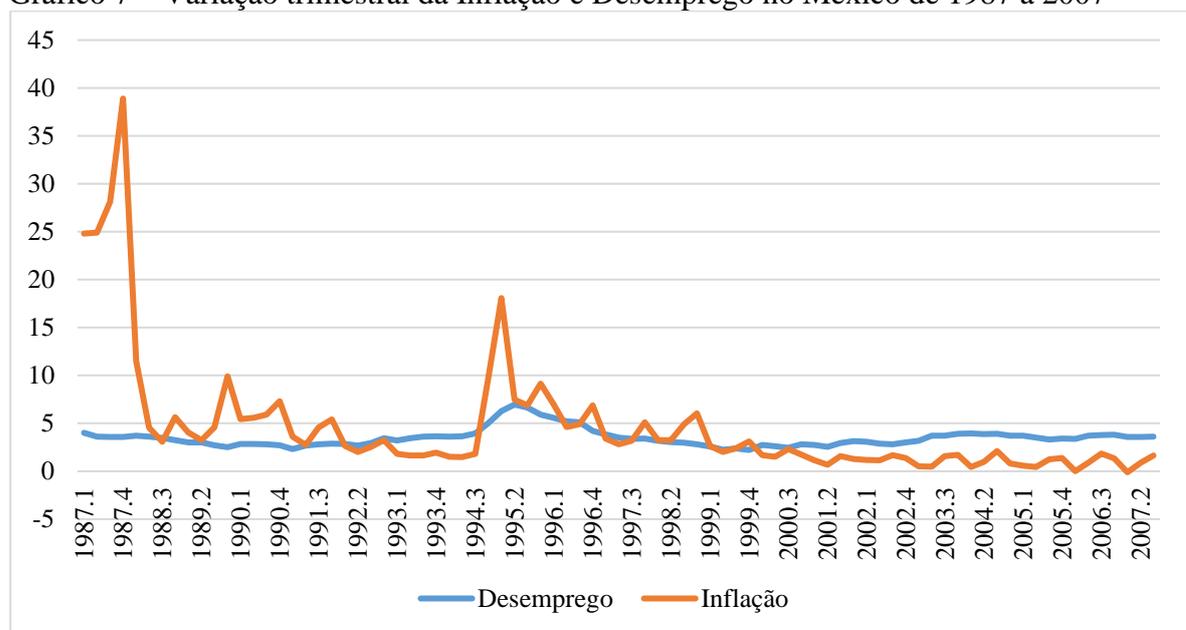
<sup>13</sup> *General Agreement on Tariffs and trade*, ou GATT foi um acordo estabelecido em 1947 visando a redução de práticas protecionistas por meio de normas e diretrizes tarifárias para incentivar o livre comércio entre países. Tal acordo propiciou a criação da OMC em 1995 (Goyos Júnior, 2003).

média anual 1, 81%, e, entre 1988 e 1993, o PIB real per capita cresceu a uma média de 1, 5% (Calderón; Sánchez, 2012; Côrte; Souza, 2020; Portugal, 1995; Zettel, 2006).

Conforme Galindo e Ros (2006), na década de 1990, as principais mudanças na transição da âncora cambial para o RMI ocorreram por etapas: na primeira, era uma meta de taxa de câmbio definida em uma banda antes da crise de 1994; posteriormente, um regime cujo objetivo era atingir os agregados monetários livres da taxa de câmbio flutuante, foi aplicado até a crise de 1994; finalmente, seguiu-se uma fase de transição e implementação de uma política de metas de inflação.

Em 1995, o governo passou a utilizar a flutuação cambial em resposta ao colapso cambial de 1994, e o processo de transição para o RMI se acelerou, mas ele só foi aplicado de fato em 1999, no momento em que o BCB passou a anunciar as metas de inflação de médio prazo, baseando-se no *Índice de Precios al Consumidor* (IPC). A partir de 2000, relatórios trimestrais sobre a inflação passaram a ser publicados, além disso, um conjunto de fatores contribuiu para consolidar o RMI, como a independência institucional desde 1993, com o único objetivo de controlar a inflação, um modelo de regime cambial *free float* e um ambiente favorável para a aplicação “transparente” das políticas monetárias alicerçadas em uma política fiscal austera (Schmidt-Hebbe; Werner, 2002). O Gráfico 7 mostra o compartamento da inflação e do desemprego desde o fim da década de 80 até 2007.

Gráfico 7 – Variação trimestral da Inflação e Desemprego no México de 1987 a 2007



Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de dados da OCDE e Federal Reserve Bank of St. Louis.

No último trimestre de 1987 a inflação chegou a 38, 89%. Naquele período, os efeitos da crise iniciada em 1982 se refletiam na fragilidade financeira em que o México se encontrava. A desvalorização da moeda, a inflação e a redução do capital industrial em detrimento do capital financeiro também se refletiam na queda de participação da indústria manufatureira, como ressalta Guillén (2012).

Em 1988, no primeiro trimestre, o resultado foi de 11, 46% demonstrando uma tendência de queda que se consolida no terceiro trimestre de 1988 com uma taxa de 3, 07%. A inflação seguiu uma tendência de baixa consistente, e somente no último trimestre de 1994 a trajetória se inverteu, chegando a 9, 6 % e, no primeiro trimestre de 1995, a 18%. Conforme Farhi (2007), o resultado acumulado para o ano de 1995 era de 52%, reflexo do colapso cambial de 1994. Após esse período, as taxas de inflação seguiram, a cada trimestre, inferiores a 10% chegando a 0, 49% no primeiro trimestre de 2003.

O desemprego, que no segundo trimestre de 1987 estava em 3, 6%, seguiu sem sobressaltos, com taxas trimestrais inferiores a 4% até o segundo trimestre de 1995, quando a taxa subiu para 6, 9%. Depois caiu e seguiu com taxas inferiores a 4% até 2007. A economia mexicana, assim como outros países subdesenvolvidos, passou por abalos externos durante os choques de petróleo e mudanças na política monetária dos EUA. No entanto, o caso mexicano talvez se assemelhe mais ao Brasil do que ao Chile pelo tamanho da economia e complexidade dos obstáculos impostos às economias mais industrializadas da América Latina.

### **3.1.6 Uma breve comparação do RMI em países desenvolvidos e subdesenvolvidos**

Enquanto os países centrais enfrentaram a estagflação na década de 1970, os países subdesenvolvidos da Ásia, África e América Latina sofreram os efeitos dos choques de petróleo mais precisamente na década seguinte e a explicação para esse fato, como mencionado, estava no barateamento do crédito externo nesse período, por conta dos ‘petrodólares’ e da expansão monetária dos EUA. Segundo Tavares e Belluzzo (1986), o problema de estagflação vivenciado pelos países centrais estava associado ao ajuste de seus mercados financeiros à tendência internacional de flutuação cambial e à forte especulação financeira, somada à pressão nas moedas dominantes imposta pela diplomacia do dólar, que forçava o aumento dos juros e, conseqüentemente, uma política recessiva. Além disso, havia um esgotamento natural do modelo industrial, típico do amadurecimento dessas economias, como ressalta Marichal (2016). Portanto, o contexto norte-americano tinha relação direta com a dependência de divisas para pagar juros e condições cada vez mais inexecutáveis de pagamentos dos créditos concedidos,

uma vez que diversos países se utilizam do mercado financeiro internacional para financiar seus déficits fiscais, como reforçam Tavares e Belluzzo:

a subida vertiginosa dos juros nos Estados Unidos determinou uma sucção da liquidez internacional, forçando os mercados financeiros internos dos países desenvolvidos a ajustarem suas taxas para cima, além de, como é óbvio, levar à beira do colapso os países endividados da periferia. Todos os países foram obrigados, nestas circunstâncias, a praticar políticas monetárias e fiscais restritivas, que não resolveram, senão agravaram a endogenização financeira do déficit público (Tavares; Belluzzo, 1984, p. 23).

Na década de 80, o capital especulativo e a grande volatilidade de capitais forçavam os países a aumentarem constantemente suas taxas de juros, entretanto, a predileção desses capitais era por mercados financeiros mais sólidos, com maior credibilidade. Nesse sentido, os países subdesenvolvidos não poderiam concorrer com os países desenvolvidos, pois esses países já estavam estruturados em seu desenvolvimento econômico, tanto é que esgotaram em seu próprio dinamismo na década de 1970, o que é típico de economias maduras, enquanto as economias subdesenvolvidas tiveram seu processo de crescimento interrompido na década de 1980 por sua fragilidade financeira.

Krugman (1999) defende que a volatilidade de capitais proporcionada pela globalização financeira prejudicou profundamente as economias subdesenvolvidas. A pressão provocada pela especulação financeira e a dificuldade de manter ao mesmo tempo a valorização da moeda nacional e as reservas para pagar dívidas colocava essas economias cada vez mais dependente de novos empréstimos cada vez mais onerosos.

Para Marichal (2016), as dívidas do Brasil com grandes bancos britânicos alcançavam 19% do capital total desses bancos; as do México, 22%; da Venezuela e Coreia do Sul, 8%, e outros quase 19% desse capital eram empréstimos para os países da Europa Oriental e URSS. A credibilidade desse grupo de países praticamente desapareceu quando o México decretou moratória em agosto de 1982. Em novembro do mesmo ano o Brasil também entrou em crise de insolvência, como relata Almeida (2001). Assim, a situação brasileira, similar à mexicana, era complexa e com poucas chances de solução fora das renegociações que provocaram instabilidade ao longo das décadas de 80 e 90. A Tabela 1 a seguir mostra a situação econômica e de endividamento do Brasil e México.

Tabela 1 - América Latina – dívida externa, inflação e recessão (1978-1983)

Países (Acordos com o FMI)	Dívida Externa em US\$ bilhões			Inflação Variação em %			Variação do PIB		
	1978	1982	1983	1981	1982	1983	1981	1982	1983
<b>Brasil</b>	52, 3	87, 6	96, 5	91, 2	97, 9	179, 2	-4, 3	-0, 8	-2, 9
<b>México</b>	33, 9	78	82	28, 7	98, 8	80, 8	8, 8	-0, 8	-4, 6
<b>América Latina</b>	150, 9	308, 3	332, 3	57, 6	84, 8	131, 1	-0, 4	-1, 2	-2, 2

Fontes: Políticas... (1984); Balance ... (1986); Indicadores... (1999).

A evolução do endividamento na América Latina segue uma tendência similar à da inflação e das retrações econômicas. No Brasil, a dívida saltou de U\$ 52 bilhões em 1978 para U\$96, 5 bilhões em 1983. No México, a dívida foi de U\$33, 9 bilhões para U\$78 bilhões no mesmo período. Em 1981, a variação inflacionária no Brasil e México foi, respectivamente, 91, 2% e 28, 7%. No ano seguinte, a inflação no Brasil subiu para 97, 9%, mas a do México disparou para 98, 8 %, um aumento de 70, 10%.

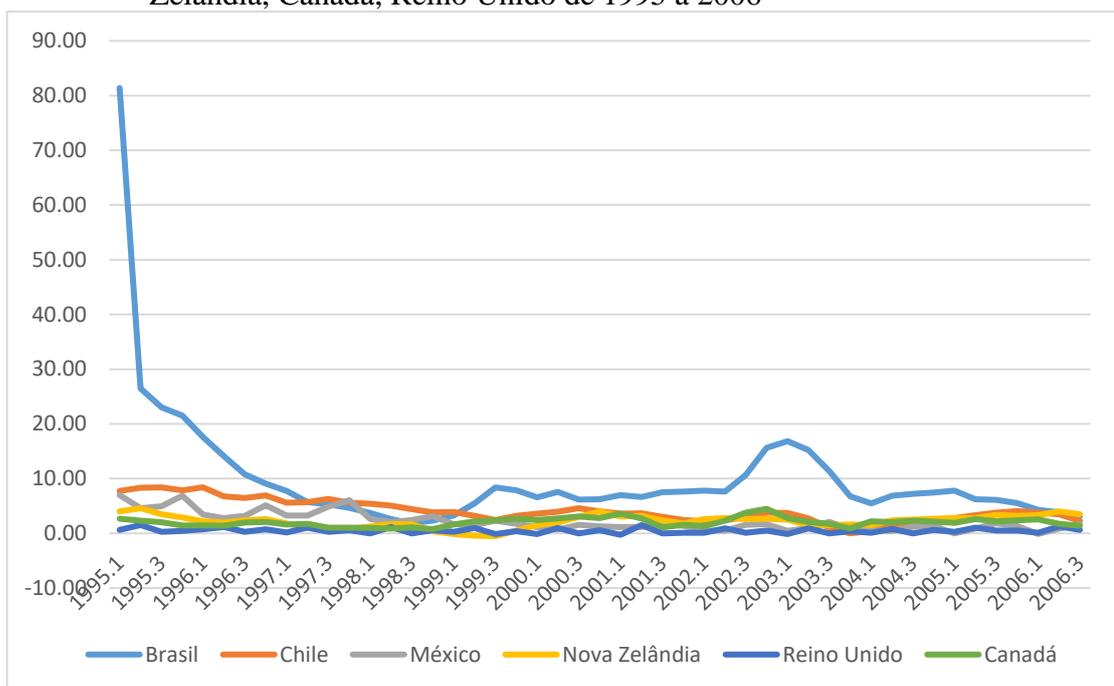
Em 1983, a inflação no Brasil teve um aumento substancial e foi para 179%, no México a tendência foi de queda com 80, 8%, ainda assim, muito elevada se comparado com 1981. O Chile teve mais um aumento chegando a 23, 6%, entretanto, bem distante do Brasil e do México. Quanto à recessão, o Brasil teve retração de -4, 3% em 1981; -0, 8% em 1982 e -2, 9% em 1983. No México, em 1981 houve um crescimento de 8, 8%, mas, em 1982, uma queda de -0, 8% e, em 1983, -4, 6%. A América Latina como um todo fechou o ano de 1983 com uma retração de -2, 2%.

Outro fato a ser considerado, conforme Tavares e Belluzzo (1986), é que os déficits passaram a ser um problema estrutural para os países endividados tornando permanentes os ajustes monetários com elevações de juros para se adequar às expectativas dos agentes e reduzir o viés inflacionário, como preconiza a teoria novo-clássica. Esse problema não é verificado em países desenvolvidos, uma vez que não passaram por longos períodos críticos de inflação, portanto, uma diferença é que o processo inflacionário passou a ser estrutural nos países subdesenvolvidos e continuou conjuntural nos desenvolvidos, tanto é que, conforme Sicsú (2002), nestes últimos a inflação já demonstrava queda antes mesmo da aplicação do RMI.

O gráfico abaixo, mostra o comportamento da inflação entre os países desenvolvidos e subdesenvolvidos anos antes da aplicação do RMI para se ter uma ideia de como foi o processo

inflacionário antes do RMI nesses países. No caso dos subdesenvolvidos, um problema muito associado à falta de credibilidade e às pressões sobre as moedas nacionais, dada a restrição de divisas para quitar dívidas. Mesmo elevando a taxa de juros e adotando a contração monetária, esses países não conseguiam atrair capitais em volume suficiente para fortalecer suas moedas.

Gráfico 8- Inflação, preços ao consumidor (% anual) - Brasil, México, Chile, Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido de 1995 a 2006



Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de dados do Fundo Monetário Internacional, Estatísticas Financeiras Internacionais e arquivos de dados.

Conforme os dados do FMI, em geral, os países endividados na década de 1980 tiveram inflação superior à dos países desenvolvidos. O melhor resultado entre os subdesenvolvidos foi do Chile (19, 6%) que se aproximou do pior resultado para um país desenvolvido, o da Nova Zelândia (15, 3%). Reino Unido com 11, 8% e Canadá (12, 4%) ficaram bem distantes do Brasil (101, 7%) e do México (27%). Até 1991, as maiores inflações nos países analisados foram as seguintes: Brasil 2.947% (1990); México 131, 8% (1987); Chile 30, 7% (1985); Nova Zelândia 16, 1% (1982); Canadá 12, 4% (1981) e Reino Unido 11, 8% (1981). Após a década de 90 nota-se no gráfico 8 uma forte queda na inflação trimestral, concomitante com o desaquecimento dessas economias, políticas austeridade e mudanças nas políticas significantes nas monetárias que resultaram na adoção do RMI como discutido ao longo deste capítulo.

Os dados demonstram não só a discrepância dos processos inflacionários entre países subdesenvolvidos e desenvolvidos para o período, como também a tendência de desaceleração da inflação entre os países desenvolvidos dez anos antes da primeira aplicação oficial do RMI.

Os dados também mostram que os países subdesenvolvidos passavam por forte processo inflacionário em uma tendência persistente como ocorreu no Brasil da década de 1980, em que o esforço em buscar a estabilização não se refletia em grandes resultados. Esses resultados podem ajudar a explicar a exigência de maior rigor do RMI em países subdesenvolvidos do que em países desenvolvidos. A adoção de índice cheio por parte dos países subdesenvolvidos é um exemplo desse rigor, uma vez que considera itens muito sensíveis à inflação e, por isso, a meta torna-se mais difícil de alcançar. O Canadá, por sua vez, adota apenas o núcleo de inflação, sem contar que o país só mudou do ponto de vista operacional a sua política monetária sem aprofundar em mudanças em sua estrutura administrativa. Nova Zelândia e Inglaterra aderiram ao IPC cheio, mas excluem juros e empréstimos. No caso da Nova Zelândia, são excluídas tarifas e algumas variações relevantes em termos de troca.

Além disso, nos três países analisados, o prazo para alcançar a meta é superior a dois, no caso do Canadá o prazo é indefinido, e no Reino Unido a meta deve ser buscada a todo momento, mas também é atrelada ao mandato do parlamento, ou seja, passível de revisão política. Na Nova Zelândia o alcance da meta deve se dar a médio prazo. Nesses casos não se verificam outros mecanismos de controle, como o rigor inflexível nas contas do governo como acontece nos países subdesenvolvidos ou as elevadas taxas de juros reais. Assim, o RMI pode se adequar às necessidades desses países desenvolvidos, além de não seguirem necessariamente à risca o NCM (Squeff; Oreiro; Paula, 2009).

### **3.1.7 A experiência brasileira com o RMI**

Nesta seção, será analisada mais detidamente a experiência brasileira com o RMI. A década de 80 ficou conhecida como a década perdida não só para o Brasil, mas para a maioria dos países latino-americanos. Recessão, contas deficitárias e inflação marcaram a economia brasileira. Após o México enfrentar a crise de insolvência em agosto de 1982, o Brasil também informou à comunidade financeira internacional que não conseguiria quitar seus compromissos em moeda internacional. Aquele seria o início de um longo percurso de recontrações de empréstimos e renegociações que deram margem para mudanças na política econômica, a qual passaria a ter um caráter mais recessivo.

O avanço das privatizações se deu por meio da publicação do Decreto nº. 91.991 de 1985. O governo impôs um ritmo mais intenso de privatização, por meio da venda de empresas, abertura de capital (privatização parcial), venda de ações, ou ainda fechamento de empresas deficitárias. A estratégia visava atrair capitais para resolver os problemas de insolvência, assim

como fez o México. O BNDES ficou com a tarefa de conduzir negociações de capital e transferência de comando acionário. Segundo Lima (2007), a princípio foram leiloados em Bolsas de Valores os controles da Companhia de Tecidos Nova América (junho de 1987), da Máquinas Piratininga do Nordeste e da Máquinas Piratininga SA, da Caraíba Metais, da Sibra, da Celpag e da Siderúrgica Nossa Senhora Aparecida. Esta estratégia seguia um plano já idealizado pela Comissão Especial de Privatização, que havia sido criada em 1981. A comissão identificou 140 empresas que possivelmente seriam privatizadas como ressalta Lima (2007).

As maxidesvalorizações cambiais em 1979 e 1983 desencadearam a aumento da inflação nos anos 1980. Além de subir de patamar, ela também acelerou e ganhou vida própria, fenômeno captado pela teoria da inflação inercial (Lacerda *et al.*, 2010, p. 169). Até 1985, medidas ortodoxas foram utilizadas para combater a inflação. No ano seguinte, entrou em vigor o plano Cruzado, uma tentativa heterodoxa de combate à inflação, dado o diagnóstico de inercialidade.

O Plano Cruzado baseava-se na fixação de uma taxa de conversão de 100 cruzeiros por um cruzado, convertendo todos os salários à nova moeda, tendo como referência o poder de compra médio dos últimos seis meses e um abono de 8% nos salários visando uma maior redistribuição de renda aos assalariados. Houve ainda, uma mudança do salário-mínimo com um aumento de 16%, congelamento de preços exceto salários manutenção de taxa de câmbio fixa sem desvalorização cambial (Modiano, 1990). A interpretação que se tinha era de que a inflação era inercial e sua característica de contratos indexados, como ressalta Bresser Pereira:

A inflação tendia a se manter porque a indexação formal e informal da economia levava as empresas a aumentarem seus preços de maneira defasada, mas automática, independentemente da demanda. Só através desse mecanismo conseguiam manter sua taxa de lucro ou, em outras palavras, manter os preços relativos equilibrados de forma dinâmica (Bresser-Perreira 2009, p. 172).

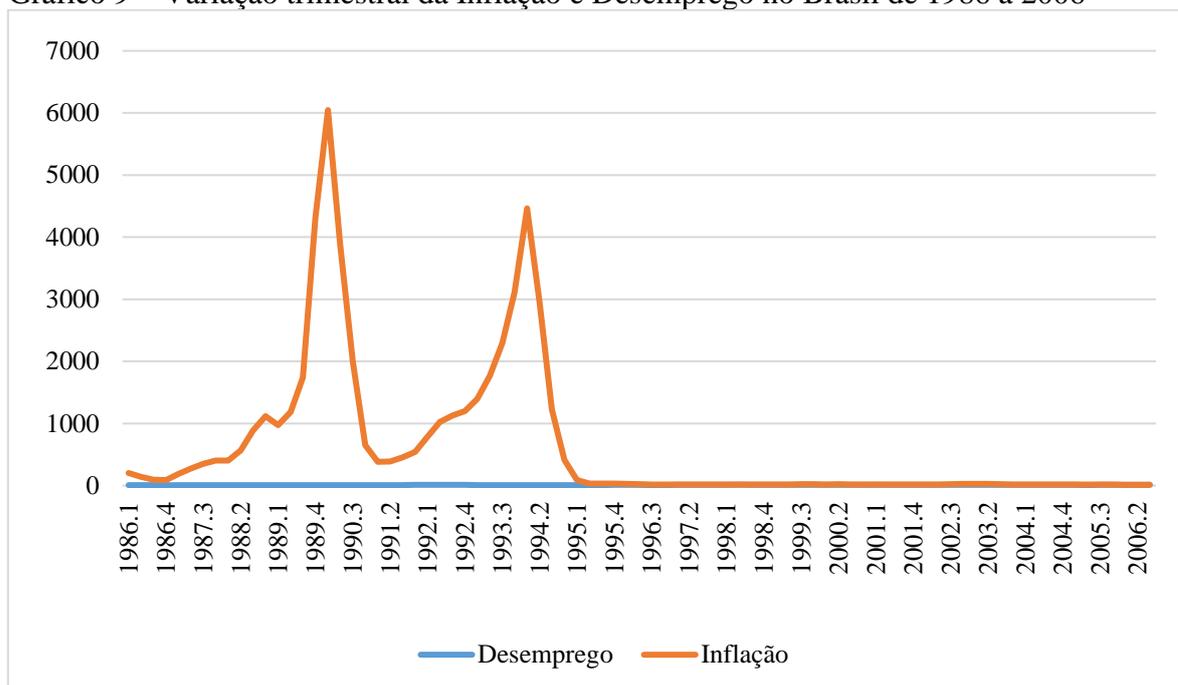
Conforme Campedelli (2014), ainda que inicialmente tenha obtido sucesso, o plano Cruzado fracassou, como os demais planos, ortodoxos ou heterodoxos, que o sucederam. Apenas em 1994, com a criação do plano Real, a crise inflacionária foi superada. Seguindo políticas econômicas ortodoxas, o governo lançou seu plano para combater a inflação executado pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso. O plano foi implantando em três etapas e, segundo Ferrari filho (2002), produziu uma mudança considerável nos regimes fiscal e monetário. Na primeira etapa, procurou-se o ajuste fiscal de curto prazo; em seguida, o objetivo foi o ajustamento dos preços relativos; e, finalmente, realizou-se a reforma monetária, quando foi introduzido o Real como moeda de circulação legal e foram adotadas as âncoras monetária e cambial.

O ajuste fiscal de curto prazo foi instaurado, em 1993, com a aprovação legislativa do Fundo Social de Emergência (FSE), que deveria vigorar em 1994 e 1995. Na fase inicial, o câmbio foi a principal âncora e sua apreciação era uma estratégia governamental para forçar os preços internos a se adaptarem ao mercado externo. A contrapartida do alinhamento da demanda ao câmbio eram déficits nas transações correntes, já que havia um alto coeficiente de importação. Em 1994 e 1995, houve fuga de capitais no contexto da crise mexicana. Para contê-la, o governo elevou a taxa de juros e foi introduzido um sistema de minibandas cambiais. Entre 1997 e 1998, mais uma crise pôs em xeque o plano de estabilização. Dessa vez a crise se apresentou no leste asiático e na Rússia. Com a taxa de juros perto do limite, as autoridades monetárias brasileiras entenderam que precisavam restaurar a confiança dos investidores e, para isso, o governo anunciou um pacote de rigidez fiscal e um acordo com o FMI. Essas medidas, no entanto, não foram suficientes para recuperar a confiança dos investidores. Conforme Ferrari Filho (2002), considerando todas as contas que compõem as transações correntes, o Brasil fechou o ano de 1998 com um rombo de U\$ 33. 416 bilhões.

Dadas as circunstâncias externas o governo optou por abandonar as bandas cambiais e aderiu ao regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999. Em junho desse mesmo ano, passou a utilizar o RMI, a partir do decreto 3. 088/1999. As metas e os respectivos intervalos de confiança deveriam ser fixados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e foram estipulados os seguintes prazos para seu anúncio: para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior. O índice adotado seria o IPCA cheio e, caso o presidente do BCB descumprisse a meta dentro do intervalo de confiança, teria que se explicar publicamente.

O BC teria autonomia para utilizar seu instrumental econômico a fim de cumprir a meta. A cada trimestre deveria ser divulgado um relatório constando inflação e desempenho do RMI (Krebs, 2006; Zettel, 2006). Em 2000, enquanto o PIB cresceu 4, 2%, a inflação ficou um pouco abaixo da meta 5, 6%. Desde 1999, o RMI é utilizado no Brasil como principal instrumento de controle da inflação, obtendo relativo sucesso. O Gráfico 9 a seguir mostra o comportamento trimestral da inflação e do desemprego antes e durante o RMI.

Gráfico 9 – Variação trimestral da Inflação e Desemprego no Brasil de 1986 a 2006



Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de dados da OCDE e Federal Reserve Bank of St. Louis.

No Brasil, as taxas de desemprego e inflação estavam elevadas desde 1986 se comparadas com os demais países analisados anteriormente. O desemprego ficou sempre acima de 6% chegando aos dois dígitos no segundo trimestre de 1992, com 10,6%, 13,2% no quarto trimestre de 1997 e 13,9% no segundo trimestre de 1998. Nesse período, o Brasil passou por problemas externos por conta das já referidas crises russa e asiática, tendo que elevar a taxa de juros para impedir a fuga de capitais. O desemprego só caiu a partir do segundo trimestre de 2000 e depois passou a oscilar entre 12 e 9% até o ano de 2006.

Diferente da taxa de desemprego que se manteve elevada, mas sem bruscas variações, a inflação no Brasil que já era bastante elevada, passou a acelerar nos períodos mais dramáticos de crise. No segundo trimestre de 1986, a inflação já estava em 196,5%, chegou a 1.112,8% no quarto trimestre de 1988, acelerou e alcançou 6.038,5% no primeiro trimestre de 1990, caiu no segundo trimestre para quase metade e seguiu em queda chegando a 373,8% no primeiro trimestre de 1991, voltando a acelerar e atingindo 4.452,9%. Nesse período, o governo e a moeda sofreram forte pressão e desconfiança por parte dos investidores. A desaceleração só ocorreu a partir do segundo trimestre de 1995 quando baixou para 26,4%; a partir de então, as variações foram abaixo de 20%, chegando a 3,1% no terceiro trimestre de 2006.

É um fato irrefutável que para o NCM, a inflação controlada é condição *sine qua non* para a aplicação do conjunto de regras bem-sucedidas, mas o tripé macroeconômico era visto pelo governo FHC como crucial para maior eficácia do controle inflacionário e, por isso, o

Brasil aderiu às diretrizes alinhadas ao Consenso de Washington por meio de acordos com o FMI (Lopreato, 2006; Bresser-Pereira, 2012).

Entre 1994 e 2002, foram executadas mudanças estruturais em prol da estabilização e controle de preços que foram além da adoção do RMI. O Brasil até conseguiu controlar a inflação, entretanto, não se pode atribuir somente ao RMI o sucesso na estabilização tanto por ser uma questão bastante complexa, quanto por ter ficado claro que o Brasil não fez somente uma adoção de um sistema de metas, fez mudanças mais profundas e institucionais que resultaram em toda uma reformulação da política monetária e fiscal, com reflexos no desempenho econômico e na própria inflação.

Quadro 1- Principais Mudanças no Regime de Política Econômica no Segundo Mandato (1999-2002)

	Circunstâncias do 1º mandato	Situações e medidas do 2º mandato
<b>Regime fiscal</b>	I. Aplicação da reforma patrimonial e estrutural a exposição de propostas legislativas e privatização; II. Iniciativas de controle das finanças dos governos estaduais e municipais sem resultados imediatos; I. Ampliação de despesas com juros.	I. Modificação na política fiscal focando nos superávits primários ancorada na redução de gastos e aumento da arrecadação; II. Lei de responsabilidade fiscal e <sup>14</sup> fator previdenciário
<b>Regime monetário</b>	I. Submissão à ancora cambial. II. Choques externos acompanhados de políticas contracionistas assíduas.	I. Metas de inflações sensíveis aos choques externos.
<b>Regime Cambial</b>	I. Administração cambial II. Crescimento dos Déficits em conta corrente.	I. Flutuação suja; II. Tentativa de mudança nos déficits em conta corrente.

Fonte: Elaborado pelo autor (2024).

<sup>14</sup> Segundo a Agência Senado, o fator previdenciário é uma fórmula matemática que define o valor das aposentadorias do INSS levando em conta alíquota de contribuição fixada em 0, 31, idade do trabalhador, tempo de contribuição com a Previdência Social e expectativa de vida do segurado conforme a data da aposentadoria, conforme tabela do IBGE.

A criação da LOA<sup>15</sup> e LRF<sup>16</sup>, além de dispositivos como a DRU<sup>17</sup>, e a adoção de metas fiscais visavam a manutenção do superávit fiscal. Serviam para manter uma política de cortes de gastos com possibilidade de ajustes para pagamento de juros e encargos da dívida. Além disso, o arranjo criava maior previsibilidade para a dívida, da qual o tesouro havia perdido o controle após a indexação desses títulos a indexadores de curto prazo, como a LFTS<sup>18</sup>.

O volume das operações compromissadas é o modo peculiar de instrumentalização destas operações, o que por vezes aparenta ser mais um mecanismo de proteção do setor financeiro do que um instrumento de equilíbrio de liquidez interbancária. O formato<sup>19</sup> de operações garantem de ganhos (Barros, 2022), especialmente para compradores de títulos indexados à SELIC e IPCA ou até mesmo pré-fixados. Nakano (2005), afirma que a determinação de remunerações de títulos do tesouro por parte do BCB, só ocorre no Brasil.

O modelo de operações é um sistema garantidor de elevados e rápidos ganhos no *open market* da dívida que é o ponto em que se confunde a função da política monetária e a função da política fiscal, um grande exemplo desse sistema é a Brasileira a ligação entre as operações compromissadas e a dívida pública, já que o *modus operandi* dar-se-ia por remuneração do caixa bancário lastreado a um título público em prazo de um dia, para recompra, a um valor prefixado remunerado à taxa SELIC. O resultado dessa operação de caráter monetário era incorporado tanto à Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), quanto à Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), ambas de caráter fiscal (Bresser-Pereira *et al.*, 2019; Lopreato, 2008; Pellegrini, 2017).

Em 1999, o COPOM extinguiu taxas TBC (Taxa Básica do Banco Central) e a TBAN (Taxa de Assistência do Banco Central) que limitavam a o valor de empréstimos de redescontos

---

<sup>15</sup> A lei orçamentária anual é um dispositivo legal criado para estimar receitas e fixar as despesas de acordo com um exercício financeiro de um ano. De um lado, possibilita a avaliação das fontes de recursos públicos no âmbito dos contribuintes e, de outro, quem pode ser atendido por esses recursos. Versando sobre o § 5º do artigo 165 da Constituição de 1988 (TCU, 2024).

<sup>16</sup> A Lei de Responsabilidade Fiscal é um código de conduta criado com intuito de favorecer a administração dos recursos públicos de todo o país, que contempla os três Poderes (Executivo, Legislativo e Judiciário), nas três esferas de governo (federal, estadual e municipal) (TCU, 2024).

<sup>17</sup> A Desvinculação de Receitas da União – DRU, Criada em 1994 inicialmente como Fundo Social de Emergência (FSE), essa desvinculação foi instituída objetivando estabilizar a economia logo após o Plano Real. No ano 2000, o nome foi alterado passando a ser Desvinculação de Receitas da União (TCU, 2024).

<sup>18</sup> Conforme, Pimentel *et al.* (2015) São títulos cuja remuneração é pós-fixada e o valor nominal é corrigido de acordo com variação acumulada da taxa Selic entre a data da liquidação da compra (inclusive) e a data de vencimento do título (exclusive). A remuneração é formulada pela variação da taxa Selic mais uma taxa de remuneração adicional, por meio de um desconto (deságio) no preço de compra do título.

<sup>19</sup> As operações no mercado aberto segundo Barbosa (2022), podem ser divididas em dois seguimentos: operações compromissadas e definitivas. As operações compromissadas o BCB são negociações títulos com instituições financeiras credenciadas (dealers) com garantia de recomprá-los em uma data futura a uma taxa estipulada, geralmente em um prazo de um dia (overnight). No caso das definitivas, além de não haver o compromisso de recompra, os leilões não se restringem somente às instituições credenciadas.

concedidos às instituições financeiras. A ausência dessas taxas, segundo Torres (1999), propiciou maior discricionariedade ao BCB atrelando o *spread* à SELIC. Isso ocorreu porque as taxas TBC e TBAN atuavam como um corretor de juros onde o limite superior dos empréstimos era a TBAN e a TBC era o limite inferior com a exclusão. A relação simbiótica entre política fiscal e monetária, na verdade, reduzia a discricionariedade da primeira em detrimento da maior centralidade na segunda, já que a política fiscal, na verdade, funcionava como avalista da política monetária. Como mencionado, a formatação de remuneração de títulos que são de responsabilidade do tesouro, mas que são determinados por indexadores do BC, demonstra a relação simbiótica entre política monetária e fiscal no Brasil e a Tabela 4 demonstra o peso desses indexadores.

Tabela 2 - Indexadores dos títulos públicos 2000/2002

Índice de correção	2000	2001	2002
<b>Total em Milhões</b>	510698	624084, 00	623191,00
<b>Câmbio</b>	22,30	28,60	22,40
<b>TR</b>	4,70	3,80	2,10
<b>IGP - M</b>	1,60	4,00	7,90
<b>Over /Selic</b>	52,20	52,80	60,80
<b>Prefixado</b>	14,80	7,80	2,20
<b>TJLP</b>	0,00	0,00	0,00
<b>IGP-DI</b>	4,40	3,00	3,10
<b>INPC</b>	0,00	0,00	0,00
<b>IPCA</b>	-	-	1,50
<b>Outros</b>	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>	100,00	100,00	100,00

Fonte: Boletim do BCB - Relatório Anual 2002.

A Tabela 2 mostra a composição da dívida por indexador no período de 2000 a 2002. Os indexadores de curto prazo passaram a predominar na composição do endividamento chegando a responder por mais de 90%. A SELIC, Câmbio e IGP-M foram os principais componentes em 2002, representando 60, 8%, 22, 4% e 7, 9% respectivamente. Outro fator que influenciou no endividamento de curtíssimo prazo, foi a utilização constante das operações compromissadas, que seguiram uma tendência de crescimento como mecanismo de controle de liquidez. O período de 1995 a 2010 foi um período que abrange desde antes, durante e após a

aplicação do RMI. É perceptível o comportamento das principais taxas de juros e suas respectivas quedas em relação ao IPCA. Nesse sentido tem-se, uma queda da TJLP que caiu de 23,37% para 6%. A TR também teve grande queda de 31,62% para 0,69%. A Selic passou a ser o principal instrumento da política monetária para controle da inflação também teve queda, passando de 53,9% para 9,73% no final de 2010. A queda dos juros ao longo da série pode ser explicada pelas consistentes quedas dos preços mensuradas pelo IPCA que variou de 22,41% para 5,91%. A Tabela 3 demonstra a composição do IPCA e o que mais influenciou os índice cheio durante um período desde a aplicação do RMI até o período do debate analisado neste estudo.

Tabela 3 - Principais taxas de juros e o IPCA 1995/2010<sup>20</sup>

Ano	Over/Selic	TR	TJLP	IPCA
1995	53,09	31,62	23,37	22,41
1996	27,41	9,59	16,04	9,56
1997	24,79	9,78	10,13	5,22
1998	28,79	7,79	11,66	1,65
1999	25,59	5,73	13,22	8,94
2000	17,43	2,10	10,75	5,97
2001	17,32	2,29	9,50	7,67
2002	19,17	2,80	9,87	12,53
2003	23,35	4,65	11,50	9,30
2004	16,25	1,82	9,81	7,60
2005	19,05	2,83	9,75	5,69
2006	15,08	2,04	7,87	3,14
2007	11,88	1,41	6,37	4,46
2008	12,48	1,61	6,25	5,90
2009	9,93	0,63	6,12	4,31
2010	9,73	0,69	6,00	5,91

Fonte: IPEA (2011).

A Tabela 4 faz uma importante análise sobre o índice cheio que é referência para o RMI no Brasil. O índice cheio como referência, é criticado pelos economistas mais heterodoxos, uma vez que considera preços sensíveis demais a inflação como alimentos e combustíveis, passíveis a sazonalidades ou conjunturas que propiciem o processo inflacionário. Para os ortodoxos, representa o rigor necessário para manter a credibilidade da política monetária. A discussão será aprofundada no capítulo seguinte.

<sup>20</sup> Dados obtidos da Carta Conjuntura do Ipea 2011, considerando taxa de remuneração dos depósitos executados logo no primeiro dia do ano.

Tabela 4 - Composição do índice cheio de 1999/2022

Período	Índice cheio				
	IPCA Geral	Preço livres			Preços administrativo
		Total	Comercial	Não-comercial	
1999	8,94	6,37	11,26	1,61	20,89
2000	5,97	3,68	3,64	3,72	12,9
2001	7,67	6,57	7,3	5,72	10,78
2002	12,53	11,49	14,86	7,48	15,32
2003	9,3	7,79	8,69	6,65	13,2
2004	7,6	6,54	6,28	6,85	10,2
2005	5,69	4,32	2,74	6,36	8,98
2006	3,14	2,58	1,31	4,01	4,28
2007	4,46	5,73	4,73	6,68	1,65
2008	5,9	7,05	6,97	7,1	3,28
2009	4,31	4,16	2,63	5,53	4,74
2010	5,91	7,09	6,87	7,28	3,13
2011	6,5	6,63	4,41	8,59	6,2
2012	5,84	6,56	4,47	8,46	3,65
2013	5,91	7,29	6,01	8,43	1,54
2014	6,41	6,72	5,95	7,43	5,32
2015	10,67	8,51	8,29	8,67	18,07
2016	6,29	6,54	6,76	6,35	5,5
2017	2,95	1,35	-0,53	2,95	7,99
2018	3,75	2,91	1,7	3,93	6,18
2019	4,31	3,89	4,48	3,36	5,54
2020	4,52	5,18	8,12	3,15	2,61
2021	10,16	7,72	10,82	5,42	16,9
2022	5,93	9,39	10,09	8,86	-3,83

Fontes: IPEA (2011).

A Tabela 4 nos mostra a variação do regime de metas considerando o índice cheio, utilizado como referência para a inflação pelo BCB. O IPCA, teve sua menor taxa em 2017 2,95 e de 2010 a 2014 manteve-se abaixo dos 10%. Em 2015, chega a 10,67% cai no ano seguinte e segue em menos de 5% a. a. em 2021 sobe para 10,16% em 2017, os preços comerciais influenciaram muito na queda do índice geral, chegando a uma taxa negativa de -0,53. No ano de 2015 os preços comerciais que estavam em 8,29% do IPCA, também tiveram forte influência para o aumento daquele ano, entretanto, os preços administrados influenciaram bem mais com aumento de 18,07%.

Em 2021 os preços administrados sobem para 16,9% e os preços comerciais para 10,82% o IPCA ficou em 10,16. No ano de 2022, os preços administrados caíram bastante, chegando a -3,83, ao passo em que os preços livres cresciam, com destaque para os preços comerciais aumentam para 10,09% o IPCA ficou em 10,9%. A queda nos índices a partir de 2016, talvez se explique pelo desempenho da economia já que a tabela 4 mostra o

comportamento da indústria, que é um setor sensível a recessões, o crescimento do PIB e as variações da taxa de SELIC, como principal mecanismo da política monetária para controle de inflação. As oscilações dos preços administrados e preços livres será explorado no capítulo seguinte, pois tanto houve um período em que se buscou redução dos preços administrados para reduzir inflação, como houve flutuação maior desses preços como no caso da política de preços da Petrobrás.

Como é possível perceber, o Brasil segue com a política econômica pós-plano Real, basicamente voltada para o controle da inflação com a utilização do RMI. Entretanto, no Brasil assim como em alguns outros países subdesenvolvidos, o resgate da credibilidade e da confiança não estava condicionado apenas à adoção do RMI, mas também ao aprofundamento de mudanças estruturais previstas no NCM, como contenção de gastos, previsibilidade da dívida, mudanças institucionais na condução fiscal, flutuação cambial e abertura comercial.

A ideia de um BC cada vez mais autônomo e, em alguns casos, independente do poder executivo, também é algo que se adequa aos países que, como o Brasil, colocam a estabilização dos preços como uma pré-condição para o crescimento econômico. Conforme informações do próprio banco central, sua autonomia se intensificou com a Lei Complementar nº 179/2021 uma medida de caráter mais ortodoxo e mais alinhado ao NCM.

### 3.2 CONSIDERAÇÕES FINAIS SOBRE O CAPÍTULO 3

A mudança no padrão monetário internacional, que impactou as economias desenvolvidas da década de 1970, trouxe o descrédito para as políticas anticíclicas e aprofundando uma agenda alinhada ao avanço do capital especulativo e à reformulação do sistema financeiro global, que passava por grande absorção de capitais oriundos do aumento dos preços do petróleo. A integração financeira avançava ao passo que as crises de crescimento e inflação assolavam os principais países capitalistas. Os choques do petróleo, que provocaram impactos diferentes em momentos diferentes e em economias completamente diferentes, exigiram um grande redesenho institucional para as economias desenvolvidas e subdesenvolvidos e, no caso dessas últimas, entre o final da década de 1970 e o início da década de 1980, assistiu-se a uma grande depressão para os países latinos, asiáticos, africanos e do leste europeu.

Naquele momento, o *mainstream* da academia buscava alternativas para explicar os problemas de estagflação das economias desenvolvidas na década de 1970, já que essas

mantinham, até então, políticas mais heterodoxas, como o caso dos EUA, que mantinham emissão de moeda para cobrir déficits relacionados à guerra do Vietnã.

Ou ainda os países europeus e o Japão, que mantinham suas âncoras cambiais e gastos governamentais ainda elevados. Os economistas daquele período viam com certa negligência a situação global, pois ao rechaçarem as políticas anticíclicas malsucedidas dos países centrais, já que passavam por estagflação, esqueceram-se de analisar o vertiginoso crescimento dos países periféricos ou subdesenvolvidos. Muito embora os países crescessem a partir de dívida, não se pode negar a tentativa de continuar os projetos de desenvolvimento desses países e muito menos dizer que não houve crescimento. Para o problema de estagflação dos países centrais, a solução seria um NCM que tinha como condição *sine qua non* o controle da inflação e, portanto, a aplicação da regra de Taylor em um sistema de RMI.

Além, dessa premissa, a adoção de uma autoridade monetária cada vez mais equidistante dos *policymakers*, e com mais transparência e manutenção das regras com ajustes somente direcionados para atender as expectativas dos agentes, seria uma condição necessária para o funcionamento do RMI, mas não suficiente, ao menos para alguns países. O que parecia ser a solução para o problema inflacionário dos países desenvolvidos, passou a ser questionável a partir dos resultados de sua aplicação.

A experiência dos países que adotaram o RMI não explica por exemplo a tendência de queda inflacionária que ocorreu na Nova Zelândia, que foi o primeiro país a aderir o RMI. Também existem lacunas se, de fato, esses países tiveram bons desempenho ou se o problema inflacionário era passageiro, uma vez que esses países não enfrentaram, ao menos na história recente, uma intensa tendência inflacionária que fizesse parte de suas estruturas como os países subdesenvolvidos passaram.

E mais, as evidências não são conclusivas sobre a eficiência do RMI, para os países saíram do problema de estagflação só por terem recuperado a credibilidade a partir da adesão, até porque esses países mesmo aderindo ao RMI não seguiram exatamente todas as normas e diretrizes do NCM, já que flexibilizavam o próprio RMI e porque aderiram em situações completamente diferentes dos países subdesenvolvidos, a saber: I) A crise de estagflação dos países desenvolvidos ocorreu na década de 1970, e as causas podem estar associadas ao próprio amadurecimento de suas economias, o que não se verifica nas economias subdesenvolvidos, tanto é que no mesmo período essas economias ainda estavam crescendo; II) O RMI nos países desenvolvidos corroborava o avanço da integração financeira daquele momento; o abandono da âncora cambial forçava os países a aumentarem os juros internos para não pressionarem as moedas nacionais (efeito Volcker); III) Os países subdesenvolvidos já tinham problemas com

inflação, pois suas economias ainda estavam se desenvolvendo, a inflação dos subdesenvolvidos, cujas economias ainda estavam em processo de desenvolvimento, era de caráter estrutural; e a inflação dos desenvolvidos tinha mais relação com a conjuntura, como o fim de Bretton Woods e os choques do petróleo; IV) O RMI não foi uma adesão meramente das autoridades dos países subdesenvolvidos. Ele vinha associado ao NCM, com escopo ortodoxo e regras rígidas. No caso dos países desenvolvidos que adotaram o RMI, o fizeram porque precisavam de uma adequação àquele momento.

Por fim, a flexibilidade de que dispõe os países desenvolvidos e a predileção de capital para estes, já que possuem mercados de grande mobilização, não os forçam a aprofundar na contração monetária nem elevar a taxa de juros para atrair capitais e impedir a desvalorização cambial. O que ocorre nos países subdesenvolvidos, desde a crise da dívida na década de 80, é que é que o RMI se impôs como condição necessária para manter o controle da inflação e eles precisam seguir à risca os ditames do NCM para obter mais confiança e impedir fugas de capital. Esses países, na verdade, se tornaram dependentes desse sistema por conta da fragilidade financeira, já que recebem de maneira residual os capitais externos em momentos de grande mobilidade, propiciando miniciclos de consumo e longos períodos de contração. No Brasil, o aprofundamento das políticas de estabilização é pauta da discussão econômica. Entre 2012 e 2022, foram várias retrações, queda do crescimento industrial e aumento do desemprego. Esse período crítico reacendeu o debate acerca da política de estabilização adotada: economistas heterodoxos têm defendido a flexibilização ou a mudança dessa política baseada no NCM; já os ortodoxos advogam o seu aprofundamento. O próximo capítulo analisa o debate público brasileiro sobre as metas de inflação entre 2011 e 2022.

#### **4 ESTABILIZAÇÃO OU DESENVOLVIMENTO? UMA ANÁLISE DO DEBATE PÚBLICO SOBRE O RMI ENTRE 2011 E 2022**

Para equacionar seus problemas, a economia brasileira e sua dependência da conjuntura internacional costumam utilizar antídotos por vezes amargos demais para o conjunto da sociedade. Sem muitas alternativas, no Brasil, frequentemente opta-se pelo pragmatismo que muitas vezes nada mais é do que uma reação às decisões tomadas fora de suas fronteiras. O debate público sobre economia brasileira não é recente, remonta pelo menos do século XIX (Cosentino; Gambi, 2019; Salomão, 2017).

Ao longo do capítulo, é possível observar que, os alicerces do debate estão arraigados em teorias gerais, abordagens focadas no subdesenvolvimento, influência externa e experiências empíricas nacionais e estrangeiras. O debate geralmente se inicia na academia e se estende para a sociedade por meio de canais oficiais, mídias tradicionais e alternativas. Seus desdobramentos geralmente, resultam em políticas econômicas, permanecem na academia ou são direcionados ao campo ideológico de grupos de interesses. O amálgama entre os espectros político e ideológico, o recorte de classes e a geopolítica fomenta os núcleos de argumentação.

Importantes nomes como Eugênio Gudín, Octávio Gouveia de Bulhões, Dênio Nogueira e Daniel Carvalho estiveram na gênese do debate brasileiro do pós-guerra. O grupo que tinha Gudín como principal expoente defendia ideias liberais, alinhadas aos clássicos, e propunham um desenvolvimento econômico que visasse o setor agroexportador, uma vez que este era o setor que produzia o que seria a vocação do Brasil e o custo da mudança de uma economia agroexportadora para uma economia industrial seria a inflação. A interpretação desse grupo sobre expansão de gastos e de moeda tinha forte influência ricardiana.

Do outro lado da discussão estavam os chamados desenvolvimentistas, que tinha o Roberto Simonsen, como um dos pioneiros. Eles defendiam a industrialização do país como meio para superar seus problemas econômicos estruturais. Para esse grupo, a inflação era um problema de oferta, sendo o aumento da produção industrial algo fundamental para superá-lo. Posteriormente, Celso Furtado foi decisivo em sua interpretação sobre inflação, uma vez que argumentava que ela era resultante de um conflito distributivo típico do atraso capitalista e, para superá-la no longo prazo, seria necessária uma política industrial capaz de promover o desenvolvimento. Em sua visão, somente o Estado poderia promover um desenvolvimento capaz de gerar, ao mesmo tempo, crescimento econômico, reduzir a desigualdade de renda e, conseqüentemente, amenizar o conflito distributivo.

Entre as décadas de 1940 e 1960, os projetos desenvolvimentistas fizeram parte do objetivo do Estado brasileiro. De Getúlio Vargas a João Goulart, o Brasil - e, na verdade, toda a América Latina - seguia uma estratégia nacional-desenvolvimentista, marcada pelo objetivo central da industrialização e por políticas fiscal e monetária expansionistas. O desenvolvimentismo dominava a produção intelectual e influenciava a política econômica de diversos países da região.

No Brasil, a guinada conservadora ocorreu em 1964, quando projetos estabilização e crescimento propostos por diferentes governos militares foram implementados (Velloso, 1998). Apesar disso, a indústria continuou protagonista no período militar. A diferença em relação aos anos anteriores foi o acúmulo de endividamento externo seja para financiar o processo de industrialização, seja para aumentar reservas. Na década de 1970, houve um importante debate sobre a concentração de renda resultante da estratégia de crescimento dos governos militares envolvendo, de um lado, Carlos Langoni e, de outro, economistas críticos do governo, como Fishlow, Tavares, Serra, Belluzzo, Malan, Wells e Hoffman (Ferreira, 2019).

Na década de 1980, o Brasil sofreu fortes abalos externos decorrentes dos choques de petróleo ocorridos na década anterior e a reconfiguração mundial que estabelecia uma ordem globalizante caracterizada por forte especulação financeira. Nesse momento os países latino-americanos, endividados em moeda externa, passaram por problemas de baixo crescimento e inflação, e, por isso, o período ficou conhecido como a “década perdida”. Equacionado o problema do endividamento externo em meados da década, a principal questão do debate econômico brasileiro era a inflação, que se acelerou até meados da década de 1990, apesar dos vários planos de estabilização conduzidos por diferentes governos (Marichal, 2016).

Até a implementação do plano Real, o debate se dava entre economistas mais ortodoxos, defensores de programas de estabilização baseados na austeridade fiscal e na abertura econômica, e críticos do desenvolvimentismo, apontado como causa dos problemas inflacionários. De outro lado, estavam economistas heterodoxos, desenvolvimentistas e estruturalistas, críticos de receitas anti-inflacionárias e recessivas por impedirem o desenvolvimento econômico.

Como já foi explorado em diversos trabalhos, depois de diversas tentativas, o plano Real conseguiu estabilizar a moeda por meio de um engenhoso plano de reforma monetária e, posteriormente, da âncora cambial e, por fim, aderindo ao RMI. A âncora cambial foi o principal mecanismo de controle até 1999, quando o câmbio passou a flutuar. A partir de então o país adotou o RMI como parte do tripé macroeconômico que passou a guiar a política econômica brasileira na primeira década do século XXI.

No entanto, entre 2011 e 2022, depois de um período de crescimento econômico sob a égide do NCM, a economia perdeu dinamismo, o desemprego subiu e a inflação acelerou. Nesse momento, o debate sobre o NCM e o RMI ganhou força: economistas heterodoxos propunham um novo modelo de condução da política econômica, enquanto ortodoxos defendiam sua continuidade. Antes de entrar no debate contemporâneo, o próximo capítulo recupera os antecedentes da discussão sobre a inflação no Brasil a influência que precede o debate público atual (Araújo, 2023; Oreiro; Paula, 2019).

#### 4.1 OS ALICERCES DO DEBATE SOBRE INFLAÇÃO NO BRASIL

O pensamento econômico brasileiro acerca da inflação origina-se a partir da discussão sobre o desenvolvimento do país. No período imperial, havia um consenso de que o Brasil se desenvolveria caso aderisse à ótica vocacional fundamentada na teoria das vantagens comparativas. Conforme Luz (1975), a vocação para a exportação de produtos primários deveria ser mantida, pois seria a condição natural da economia brasileira. Os expoentes do debate da época, o Visconde de Cairu (José Maria da Silva Lisboa) e Tavares Bastos defendiam o liberalismo econômico e argumentavam que uma mudança para atividade industrial traria problemas como o encarecimento dos alimentos e a escassez de mão de obra (Curado, 2013).

O argumento de que o custo da transição para atividade industrial seria o aumento dos preços dos alimentos talvez seja o ponto de partida do pensamento ortodoxo no Brasil e, mesmo que incipiente, a questão das vantagens comparativas<sup>21</sup> da teoria ricardiana e a especialização na atividade agroexportadora serviram de base para que economistas liberais, como Gudín, protagonizassem, já no Brasil republicano do século XX, um debate sobre o desenvolvimento do país, e, conseqüentemente sobre as causas do processo inflacionário. Bielschowsky (1988) esquematizou a evolução do pensamento econômico brasileiro de 1930 a 1964 e trouxe importantes contribuições a respeito das diferentes interpretações da inflação brasileira.

A discussão sobre o assunto se acirrou depois da II Guerra Mundial. Como mencionado, formaram-se dois grupos com visões bastante distintas do fenômeno: de um lado, o grupo liberal, liderado por Eugênio Gudín; de outro, o grupo desenvolvimentista, encabeçado por Roberto Simonsen. O primeiro grupo atribuía a inflação à alocação ineficiente do capital na

---

<sup>21</sup> Para David Ricardo (1817), os produtos produzidos em cada nação possuíam vantagens comparativas e uma mudança na tentativa de mudar produção para outro bem poderia provocar um ônus social. Pois os insumos como terra, tempo e matéria prima que seriam dispêndios muito elevados. A mudança brusca de atividade requeria uma avaliação de custo de oportunidade que para ele, estava relacionado a especialização do que cada nação tinha vocação para produzir.

indústria, ancorando-se no argumento da vocação agrária. O segundo, por sua vez, apoiava-se no argumento da produtividade, apontando a baixa elasticidade do meio circulante e a insuficiência do aparelho de crédito como entraves à expansão da oferta e, portanto, como causas de uma inflação de natureza estrutural.

Segundo Bielschowsky (1988), as posições estavam bem definidas, já para Curado e Cavalieri (2015), as visões de Simonsen eram bem ecléticas e pragmáticas, já que por um lado, afirmava que o processo de industrialização resultava em desequilíbrios entre oferta e demanda, antecipando a visão estruturalista da inflação. Por outro, defendia a origem quantitativista<sup>22</sup> da inflação, como fizera em textos da década de 1930. Apesar disso, para Simonsen (1945), a política monetária deveria ser subordinada a toda política econômica, enquanto para Gudin (1945), ela deveria ter o papel de manter a estabilidade da moeda e o poder de compra.

Durante a década de 50, o estruturalismo de Celso Furtado foi de suma importância para a análise desenvolvimentista da inflação, como ressaltam Baer (1967), Kay (1991) e Boianovsky (2012). Conforme Curado e Cavalieri (2015), a interpretação de Furtado era de que a origem da inflação no Brasil estaria no estágio inicial do processo de substituição de importações, em que o aumento da renda resultava em uma demanda por bens importados – necessários para a realização dos investimentos industriais – superior à expansão da capacidade de importação, ainda demasiadamente dependente das exportações de café e demais produtos agrícolas de baixa elasticidade-renda da demanda.

Para Furtado, a questão era muito mais complexa e não se restringia à política monetária – uma crítica à teoria quantitativa –, mas, sim, à estrutura dos países subdesenvolvidos e sua limitada capacidade de importar, que provocavam desequilíbrio nas contas externas, desvalorização cambial e inflação. A inflação, nesse sentido, acompanhava o processo de desenvolvimento econômico, portanto, seu controle só seria possível quando os desequilíbrios das contas externas fossem superados:

a inflação que acompanha o desenvolvimento econômico em nosso país não é, portanto, fundamentalmente, um problema monetário. A causa última do desequilíbrio está na disparidade entre o crescimento da renda e o da capacidade para importar. E, portanto, indispensável, se se quer corrigir o desequilíbrio, que se modifique a estrutura da produção no sentido de aumentar as exportações ou de substituir importações. Uma redução nas inversões - que é o remédio comumente apontado - se realizada indiscriminadamente através da política de crédito, não

<sup>22</sup> A hipótese levantada pela teoria quantitativa da moeda é que o estoque de moeda é fator determinante dos preços. Assim sendo, as variações nos estoques de moeda resultam em pressões inflacionárias. A equação da teoria considera a velocidade da moeda (V), as transações de bens e serviços (T) e o estoque monetário (M) e nível de preços (P) e o total das transferências na equação total de transferências de bens e serviços entre agentes econômicos (PT) e o total de transferências de pagamento em moeda entre os agentes pelos bens comprados. Daí tem-se:  $MV + M'V' = PT$ . Conforme Corazza e Kremer (2003), que aprofundou essa abordagem foi David Hume em seu ensaio “Of Money” de 1752.

necessariamente corrigirá o desequilíbrio e com certeza outros males. Para evitar que surjam esses desajustamentos é necessário que se tomem com antecipação certas medidas relativas à orientação das inversões. Se é possível, até certo ponto, prever esses desequilíbrios, também será possível evitá-los (Furtado, 1952, p. 35).

A visão estruturalista de Furtado sobre a inflação, conforme Pereira (2016), tinha claro alinhamento com as abordagens de Juan Noyola<sup>23</sup> e Osvaldo Sunkel<sup>24</sup>. Entretanto, Furtado criou o conceito de inflação neutra<sup>25</sup> e neutralidade distributiva que, segundo o mesmo autor, teria influenciado as análises inercialistas.

Outro nome importante no debate era Roberto Campos, um representante do desenvolvimentismo não nacionalista, conforme Bielschowsky (1988). Ele defendia que a inflação seria um resultado natural do processo de industrialização e apontava quatro fatores que a estimulavam: (1) o crescimento da renda e seu efeito sobre a demanda; (2) a urbanização e seus impactos sobre o consumo; (3) a produção de equipamentos para a produção de bens de consumo; (4) e a inelasticidade da oferta agrícola.

Assim, Campos concordava com a tese estruturalista da inflação até a década de 60. Posteriormente, seu diagnóstico sobre a inflação brasileira abandonou o estruturalismo e abraçou o monetarismo. Campos (1967) passou a argumentar que a inflação brasileira teria origem no excesso de demanda resultante de déficits orçamentários, reforçando a posição de economistas liberais e do FMI.

Havia ainda Ignácio Rangel, também muito importante na discussão, e segundo Bielschowsky (1988), tinha um pensamento independente. Sucintamente, ele defendia que a inflação brasileira era resultado de uma estrutura oligopolista do mercado. A corrente marxista se fazia presente no debate sobre inflação tendo como maior expoente Caio Prado Júnior. Embora Bielschowsky não veja uma posição precisa do autor sobre a inflação, Silva (2011) indica que, para Caio Prado, a inflação seria um fenômeno oriundo da concentração da

<sup>23</sup> Conforme Pereira (2016), sob a ótica de Noyola a intensificação do aumento geral de preços estaria relacionada, primeiramente com pressões inflacionárias básicas, posteriormente, com os meios de disseminação resultando na intensidade inflacionária. A pressão básica, nesse sentido seria uma distorção da estrutura primária-exportadora no caso dos subdesenvolvidos.

<sup>24</sup> Sunkel conforme Pereira (2016), formula uma análise a partir dos desdobramentos de Noyola e elementos da teoria cepalina de desenvolvimento econômico. A inflação para Sunkel é resultado da realidade econômica dos países subdesenvolvidos. Seu modelo analítico se dividia em I pressões inflacionárias que eram subdivididas em 3 subcategorias: 1) básicas: limitações estruturais; 2) circunstanciais: aumento abrupto de preços como por exemplo, aumento inesperado de gastos públicos; 3) cumulativas: dependem da inflação como meio de autopropagação. E II) mecanismos de propagação inflacionária que é o vetor estabilidade cumulativa.

<sup>25</sup> Utilizando o componente tempo na análise estruturalista da inflação, Furtado constatou que a inflação neutra se efetua de fato ao término do período redistributivo, quando ocorre a recomposição das rendas reais de acordo com a inflação passada. Segundo Pereira (2015), as posições relativas são similarmente as mesmas do início, sem efeitos redistributivos, o que não significa que não provoca efeitos distributivos reais, provoca. Porém, o caráter assíncrono não permite que os consigam manter um reajuste de renda pela distinção de momento em que cada grupo se encontra no processo de redistribuição.

propriedade rural e do aporte creditício que incentivava a estrutura latifundiária agroexportadora.

Em síntese, é possível constatar as seguintes características na discussão sobre a inflação brasileira entre 1950 e 1960: I) a primazia do pensamento heterodoxo desenvolvimentista que visava a superação do processo inflacionário a partir da correção dos desequilíbrios do setor externo; II) mesmo que o pensamento desenvolvimentista não fosse homogêneo<sup>26</sup>, em suas percepções a influência pós-keynesiana era inegável ainda que, para Furtado e Singer(1985), houvesse também certa convergência com os pressupostos de Raul Prebisch; III) a ortodoxia liberal de Gudín, Bulhões e Carvalho, era fortemente influenciada pelas escolas clássica e neoclássica, com ênfase na teoria quantitativa da moeda(Bielschowsky, 1988; Silva, 2010).

Ainda no período pós-guerra, o Brasil, apesar de seguir majoritariamente uma agenda desenvolvimentista, cujo enfrentamento da inflação tinha um viés heterodoxo, tornava-se mais pragmático frente a fatores conjunturais e por vezes utilizava-se de medidas ortodoxas. O governo Dutra, por exemplo, adotou políticas monetária e fiscal contracionistas para controlar a inflação (Vianna; Villela, 2005). O plano trienal é outro exemplo do pragmatismo brasileiro que muitas vezes transforma as políticas econômicas em um resultado simbiótico entre várias correntes de pensamento. Segundo Vianna e Villela (2005), o plano trienal que foi idealizado por Celso Furtado, mantinha um objetivo desenvolvimentista dentro da perspectiva heterodoxa, mas incluía elementos tradicionalmente ortodoxos.

Conforme Bielschowsky (2012), de meados de 50 até a década de 1960, toda a América Latina passou por processos inflacionários e, em 1964, a execução do PAEG marcou um período disruptivo para a economia brasileira, pois prevaleceu o diagnóstico de inflação de demanda enquanto o diagnóstico estruturalista perdia sua relevância. Além disso, o controle da inflação passaria a fazer parte do projeto de desenvolvimento.

Em 1974, na esteira da crise do petróleo, os países desenvolvidos e subdesenvolvidos já buscavam paulatinamente um ajustamento gradual de suas economias. No caso brasileiro, conforme Castro (1985), a opção escolhida foi pela manutenção do crescimento econômico com financiamento externo, o que, naquele momento, seria favorável, dadas as condições dos

---

<sup>26</sup> De acordo com Bielschowsky (1988), havia 3 grupos de desenvolvimentistas no Brasil do pós-guerra: o grupo que defendia o desenvolvimento a partir do setor público nacionalista formado por Celso Furtado, Roberto Simonsen, Rômulo de Almeida, Américo B. Oliveira, Evaldo Lima; o grupo dos desenvolvimentistas que defendiam o desenvolvimento a partir do setor privado composto por Roberto Simonsen, J. P. de A. Magalhães e Nuno F. de Figueiredo e o grupo de desenvolvimentistas que defendiam o desenvolvimento a partir do setor público não nacionalista formado por Roberto Campos, Ary Torres, Lucas Lopes e Glycon De Paula.

empréstimos estrangeiros. Como é sabido, essa opção levou a um significativo aumento do endividamento externo público que redundaria na crise da dívida do início dos anos 1980.

Conforme Tavares e Belluzzo (1986), a crise da dívida, provocada pela insolvência externa dos países devedores, foi o pretexto utilizado pelos governos dos países centrais para dissuadir as nações periféricas a aplicarem políticas recessivas, negligenciando as peculiaridades econômicas. Aspectos macroeconômicos importantes como: situação fiscal, balança comercial e endividamento externo, por exemplo, foram completamente ignorados. A natureza recessiva de tais políticas aplicadas nos países latinos e, conseqüentemente, no Brasil, foi prescindida enquanto caráter antinflacionário ganhava maior atenção, seria de maior relevância para justificar a adesão por parte dos países periféricos, uma vez que estes enfrentavam sérios problemas de inflação naquele período.

O modelo estava sendo preconizado, inclusive, por órgãos como o FMI. Na prática, o grande fluxo de capitais fortalecia a especulação financeira que, por sua vez, provocava fuga de capitais dos países devedores, aumentando o déficit na conta de capitais e, conseqüentemente, no balanço de pagamentos. Assim, não restava alternativa aos países devedores a não ser subir taxas de juros e emitir novos títulos para atrair capital estrangeiro ou evitar fuga de capitais. Portanto, os ajustes sempre seriam recessivos, e tornavam-se estruturais no caso dos países devedores. Mas as pressões inflacionárias persistiram, porque esses grandes fluxos de capitais privados deram um caráter endógeno ao déficit público e ao dinheiro no mercado interbancário internacional (Marichal, 2016).

A tendência era a combinação de dependência de capital externo e especulação que, no caso de países onde tanto os ativos, quanto os passivos financeiros agora seriam negociados em moeda internacional, provocava desvalorizações cambiais por constantes fugas de capital resultantes da predileção por aplicações nos desenvolvidos. Portanto, o autoajuste de preços não funcionaria e no caso de adoção da flutuação cambial, poderia agravar o processo inflacionário, criando um mecanismo de retroalimentação da inflação via custos de insumos e matérias primas ou pelo custo financeiro do déficit público (Tavares; Belluzzo, 1984).

Na década de 80, portanto, estava posto o diagnóstico heterodoxo da inflação: identificou-se, por esta ótica, o problema da inflação e sua relação direta com a escolha do desenvolvimento com endividamento externo da década anterior. Em 1982, o Brasil firmou com o FMI um acordo de estabilização visando um ajuste a partir do balanço de pagamentos. Conforme Carneiro e Modiano (1992), o crescimento econômico dos EUA no ano de 1984 tornava um cenário mais favorável para tentar novos financiamentos junto ao FMI, uma vez que, após diversos ajustes e programas contracionistas monitorados pelo órgão, a economia

brasileira não conseguiu cumprir os acordos. Com maior liberdade de implementar políticas menos restritivas, após três anos de estagflação, a economia brasileira apresentou um crescimento de 5, 7% e inflação de 12% em relação ao ano anterior, considerada razoável, por Tavares e Belluzzo (1986), se considerados os índices de períodos anteriores.

#### 4.2 DA DÉCADA PERDIDA AO ENCONTRO DO CAMINHO DA ESTABILIZAÇÃO

O ano de 1984 foi decisivo para a discussão sobre a estabilização da economia. A inflação ainda preocupava por sua trajetória ascendente e os fracassos dos programas orientados pelo FMI serviram tanto como prova de que a natureza da inflação brasileira não estava na demanda sobreaquecida em relação à oferta, como também proporcionou maior liberdade para que os acadêmicos aprofundassem ainda mais a discussão sobre o fenômeno inflacionário no Brasil (Castro, 2011).

O debate sobre a estabilização resultou, naquele ano, em basicamente quatro propostas de desindexação: (1) o “Pacto Social”, proposto por economistas do PMDB e da Unicamp; (2) o “Choque Ortodoxo”, defendido, sobretudo, por alguns economistas da FGV-Rio; (3) o “Choque Heterodoxo”, de Francisco Lopes, da PUC-Rio; e (4) a “Reforma Monetária”, de André Lara Resende e Pécio Arida, ambos também da PUC-Rio. Os economistas do PMDB e da Unicamp diagnosticavam a inflação como um reflexo de um conflito distributivo<sup>27</sup> e, por isso, propunham um pacto entre sindicatos, governo e empresários para que o problema fosse sanado. De acordo com Singer (1985), um pacto que envolvesse a sociedade no entorno do objetivo de limitar o conflito distributivo causador da inflação seria a saída não só para a estabilização dos preços, mas significaria também a intersecção de interesses antagônicos das categorias que compõem o capital (financeiro, industrial, agrícola etc.) do governo e dos trabalhadores.

Os economistas defensores do choque ortodoxo eram incrédulos sobre a viabilidade de um pacto dessa magnitude, além de não acreditarem que a origem da inflação seria o conflito distributivo e sim o excesso de gastos do governo, que impulsionava a expansão monetária

---

<sup>27</sup> O conflito distributivo, de acordo com Campedelli (2022), foi uma abordagem desenvolvida por economistas pós-Keynesianos que influenciaram o pensamento estruturalista sobre a inflação. A abordagem analisa os efeitos de processos inflacionários sobre os rendimentos dos grupos sociais e a forma como se redistribui a renda como substrato desses efeitos. Conforme o mesmo autor, Kaldor e Kalecki colaboraram para o desenvolvimento dessa abordagem. Kaldor analisa a distribuição e a renda como fatores que dependem do gasto autônomo, propensão a consumir por parte dos capitalistas e o produto potencial. Já Kalecki desenvolve um modelo dinâmico onde analisa lucros e salários. A teoria Kelckiana defende que salários são negociados em termos nominais e a distribuição depende da margem de lucro dos capitalistas. Assim sendo, quanto maior o monopólio, maior a margem de lucro e menor o poder de barganha dos trabalhadores dentro do conflito distributivo.

utilizada para seu financiamento. A ótica do choque ortodoxo era de natureza monetarista, baseando-se na teoria quantitativa da moeda, e os economistas que a defendiam argumentavam que não houve ineficácia nas orientações do FMI, o que houve foi o não cumprimento do receituário ortodoxo.

Nesse contexto, surgiu a abordagem inercialista<sup>28</sup>, uma novidade que discutia a peculiaridade da inflação brasileira e foi um ponto de convergência de correntes diferentes, como Francisco Lopes, autor da proposta do choque heterodoxo, os economistas Bresser-Pereira e Yoshiaki Nakano, da FGV-SP e economistas da PUC-RJ.

Bresser (1988) e Nakano (1989) tinham como base analítica o conflito distributivo, influenciado pelo estruturalismo de Celso Furtado. Já André Lara Resende, embora admitisse a existência de um conflito distributivo, almejava, por meio da proposta de moeda indexada, formulada por ele e Pêrsio Árida, solucionar o impasse social que a inflação representava em si por meio da desindexação.

Os economistas da FGV-SP e alguns da PUC-RJ como Francisco Lopes propuseram um congelamento de preços como forma de solucionar a inflação a diferença estava na forma de congelamento. Para estes que defendiam o congelamento seria feito pelo controle administrativo de preços e da renda, limitando a taxa de lucro dos setores oligopolistas. A hipótese de que o conflito distributivo seria característica estrutural do capitalismo que propiciava a formação de oligopólios, tinha forte influência do pensamento de Ignácio Rangel. Francisco Lopes, por sua vez, utilizou a experiência da Áustria (1921-1922) e Alemanha (1923-1924) para exemplificar sua abordagem em termos práticos, já que os dois países passaram por períodos de aceleração inflacionária e abruptamente sanaram o problema crônico. Tal analogia coloca em dúvida o argumento de Sargent (1983) de que a estabilização de preços nos dois países ocorreu por conta de ajustes fiscais, já que superávits só foram verificados em 1925 muito tempo depois do fim da hiperinflação.

A sua análise também faz críticas a uma reforma monetária, defendida por Lara Resende e Pêrsio Árida, já que ela não foi necessária nesses dois países, e, por fim, defendia um congelamento temporário acompanhado de uma fase de descompressão e controle de preços,

---

<sup>28</sup> Conforme Bresser-Pereira (2010), a teoria inercialista foi desenvolvida em 1984 com os trabalhos dos economistas da PUC-RIO André Lara Resende e Pêrsio Arida com artigo “Inertial inflation and monetary reform” teve também o trabalho de Francisco Lopes da PUC Rio intitulado: “Inflação inercial, hiperinflação e desinflação” também em 1984. Esses trabalhos contribuíram para uma análise heterodoxa da inflação, uma interpretação da inflação a partir da oferta. Bresser-Pereira atribui para a formulação da teoria os trabalhos estruturalistas, e especialmente Ignácio Rangel. A abordagem inercialista defende essencialmente que a origem da inflação na teoria é a reprodução da taxa de inflação passada por meio da indexação contratual, resultado do comportamento de defesa dos agentes para manter suas respectivas participações da renda real sobre a renda nacional (Pereira; Curado, 2018).

na qual seria possível um aumento razoável de preços focando no reajuste da estrutura de preços relativos que tivesse resultado do congelamento. Em suas palavras:

Minha sugestão de um choque heterodoxo (ver Lopes, 1984c) surgiu em reação à ideia de um choque ortodoxo baseado no corte ríspido e total da expansão monetária e do déficit público acompanhado de liberalização do sistema de preços e extinção dos mecanismos formais de indexação. O choque heterodoxo, ao contrário, consistiria em um congelamento total e generalizado de preços e rendimentos acompanhado por políticas monetárias e fiscais passivas. Mais especificamente, minha proposta foi de um congelamento temporário seguido de uma fase de descompressão com controle de preços, na qual se permitiria uma elevação moderada de preços visando a reajustar a estrutura de preços relativos que tivesse resultado do congelamento (Lopes, 1985 p. 146).

Para Francisco Lopes, o problema da estabilização poderia ser solucionado por intermédio de um pacto de adesão compulsória com congelamento de preços, priorizando mais a tendência da inflação do que sua origem. Lopes (1985) cita o caso do sucesso argentino de 1973 com a utilização de congelamento de preços. Já para Pécio Arida e André Lara Resende, o congelamento “engessava” a economia, exterminando o mecanismo de “autorregulação” dos mercados por meio dos preços, resultando em diversas distorções alocativas. Carvalho (2015) descarta a ideia de uma guinada ortodoxa dos economistas da PUC-Rio, pois estes demonstraram aceitação pela hipótese do conflito distributivo inicialmente, mas afastando-se dela posteriormente. Em 1988, André Lara Resende demonstrou sua preocupação com o déficit público. E sua abordagem distinguindo inflações crônicas, moderadas e hiperinflações, para Carvalho (2015) e Bastos e Mello (2014), proporcionou uma atenção maior à questão fiscal:

Os limites do endividamento interno tornam-se mais estreitos, com a crescente percepção do estado de desorganização pré-falimentar do setor público. O imposto inflacionário adquire, conseqüentemente, maior participação entre as fontes de financiamento do governo. Como diminui a base monetária não-remunerada – sobre a qual incide o imposto inflacionário – substituída por alternativas financeiras que pagam juros, a taxa de inflação tem que se acelerar. O déficit público passa, efetivamente, a ser a mola propulsora da inflação, pois qualquer déficit, por menor que seja, torna-se inefinanciável (Resende, 1989, p. 13).

Em 1992, conforme Carvalho (2015), Arida passou a contrapor o que havia escrito em textos anteriores sobre o conflito distributivo, reforçando que o impasse social seria componente secundário da inflação, diluído entre várias variáveis a serem analisadas. Com críticas ao efeito Tanzi<sup>29</sup>, Bacha (1997), defendia a inevitabilidade de um ajuste fiscal intenso. Para ele, a relação positiva entre déficit público e inflação não ocorria no caso brasileiro, porque a indexação aqui ocorria somente nas receitas e não nas despesas e a validade do efeito só fazia sentido se fosse justamente o contrário. Lara Resende (1988) já havia falado sobre a importância

<sup>29</sup> O “efeito-Tanzi”, é a perda de valor real dos tributos provocada pelo aumento dos preços entre o período da ocorrência do fato gerador e o momento em que o tributo é efetivamente recolhido pelo estado, representa um fenômeno bastante abordado na literatura econômica tanto em trabalhos teóricos quanto nos trabalhos empíricos sobre finanças públicas (Giambiagi, 1987).

de centralizar o equacionamento do déficit público nos debates para entendimento e confronto da inflação.

Tais colocações reforçam o alinhamento entre os autores, uma vez que o aspecto central da reforma monetária deixava de ser a neutralidade do conflito distributivo e passava a ganhar novos arranjos mais voltados para o *mainstream*. Lopes (1985) já indicava a influência das expectativas racionais originárias da teoria novo-clássica e citava a predominância dessa corrente nos livros de macroeconomia. Em homenagem aos autores (Lara Resende e Pêrsio Arida) a alternativa conhecida como “Larida” propunha desindexar a economia por meio de uma moeda indexada que circularia simultaneamente à moeda oficial. Conforme Pio (2001), a proposta serviu de base para o plano Austral da Argentina em 1985.

Os planos de estabilização da Nova República (Cruzado, Bressere Verão) mantiveram a proposta heterodoxa de congelamento de preços. Já o plano Real (1994) adotou a proposta “Larida” com alterações significativas. O plano Real adotou as âncoras monetária e cambial objetivando reduzir a inflação e mantê-la sob controle. Entretanto a valorização cambial provocava problemas no balanço de pagamentos e obrigava o governo a elevar os juros, comprometendo o crescimento econômico com problemas na balança comercial. Esse arranjo deu margem para os economistas críticos ao plano. Conforme Ferrari Filho (2002), o ex-ministro da Fazenda Delfim Neto, o ex-presidente do Banco Central, Afonso Celso Pastore, e a economista Maria da Conceição Tavares, apontavam os déficits comerciais provocados pela defasagem das bandas cambiais<sup>30</sup> como um problema de longo prazo para o plano Real.

Em 1998, o aumento da taxa de juros não foi suficiente para atrair capitais e frear o ataque especulativo provocado pelas crises da Rússia, México e Leste Asiático. O governo, então, recorreu ao FMI sob a condição do cumprimento de metas como austeridade fiscal, liberalização cambial e abertura comercial. Em 1999, o governo abandonou a âncora cambial e passou a adotar uma política econômica alinhada ao NCM com a implementação do chamado tripé macroeconômico.

#### 4.3 UM BREVE DEBATE SOBRE A APLICAÇÃO DO RMI NO BRASIL (1999-2010)

As mudanças ocorridas no Brasil, essencialmente na política monetária, estão relacionadas à política fiscal. A simbiose entre as duas faz com que qualquer contração

---

<sup>30</sup> As Bandas cambiais foram utilizadas em 1994 como um regime de flutuação onde era estabelecido um intervalo pela qual o valor da moeda poderia flutuar sem intervenção por parte do BCB. O sistema funcionou como um intermédio entre o câmbio fixo e o câmbio flutuante e também como experimento para a flutuação que ocorreu a posteriori (Braz, 2020).

monetária eleve os juros e obrigue um resultado primário cada vez maior. Economistas heterodoxos tendem a criticar metas fiscais elevadas, uma vez que sem a utilização de uma política fiscal expansionista, torna-se impraticável a indução pelo Estado de qualquer política de desenvolvimento nos países subdesenvolvidos. Por outro lado, economistas ortodoxos veem na estabilização a manutenção do equilíbrio econômico e uma pré-condição para o crescimento, já que, em sua visão, a inflação seria resultado da tentativa de intervenção estatal para estimular a demanda, o que levaria, na verdade, a uma percepção, por parte dos agentes econômicos com expectativas racionais, de uma tentativa de mudança nas regras dos jogos que implicaria somente em aumento da inflação (Lopreato, 2006; Tavares; Belluzzo, 2002).

Entre 1998 e 1999, em decorrência de uma sucessão de crises financeiras no mercado financeiro mundial, a decisão do BC foi abandonar a âncora cambial como instrumento de controle da inflação e implementar o RMI. Essa foi a percepção de Armínio Fraga Neto em março de 1999, ano em que assumiu a presidência do BC. Em um cenário de volatilidade de capitais, em que há flutuações e clara predileção por aplicações nos países desenvolvidos, o RMI viria a calhar. Ao menos é isso que Armínio Fraga, ao assumir a presidência do BC, afirmou em entrevista ao jornal Folha de São Paulo. “Minha avaliação é que algumas pessoas são contra a política de taxas de câmbio flexíveis e indiretamente falam mal do regime de metas de inflação. A meu ver, o regime de metas de inflação se encaixa feito uma luva no regime de taxas flutuantes” (Fraga Neto, 1999a, p. 01). No caso do Brasil, bem como os demais países subdesenvolvidos, a avaliação era de que o RMI fortaleceria a credibilidade que passa ser objetivo da instituição naquele momento, como afirma a seguir:

A opção pelo sistema de metas para a inflação em momento de crise e incerteza refletiu uma enorme preocupação com o risco de perda de controle sobre as expectativas de inflação. Num país com nossa história de inflação, tal descontrole traria consigo a ameaça da reindexação e o pesadelo do retorno à instabilidade que existia antes do Plano Real. A explicitação de metas nos pareceu um bom caminho para comprometer as ações de governo com seus objetivos de médio e longo prazo e, em caso de sucesso, começar a acumular um precioso capital de credibilidade (Fraga Neto, 2011, p. 26).

De acordo com Giambiagi e Carvalho (2001), a discussão sobre o RMI no Brasil se iniciou em 1999, quando o instrumento foi colocado em prática por Armínio Fraga, então presidente do banco central, e Sérgio Werlang, então diretor de política econômica do BC. Conforme Oliveira (2004), Werlang por sua defesa ao RMI, ficou conhecido como “pai do Regime de Metas”

Passados quatro meses da posse de Armínio Fraga, já num ambiente econômico menos instável, foram anunciadas as metas para a inflação para os próximos três anos. Bacha e Bonelli (2005), por exemplo, argumentam que só foi possível equilibrar a produtividade e o aumento

dos investimentos sem gerar inflação, com a utilização da capacidade ociosa e a adoção do tripé econômico. E atribui a insustentabilidade do progresso técnico após a adoção da política de estabilização aos choques externos provocados pela bolha do Nasdaq<sup>31</sup>, à moratória argentina e a problemas internos como a crise energética e o perfil esquerdista do governo Lula:

depois de uma crise cambial que culminou em janeiro de 1999, um tripé de política macroeconômica mais sensato foi adotado: um superávit fiscal primário elevado, uma política monetária de metas de inflação e uma taxa de câmbio flutuante. As reformas estruturais do governo Cardoso conseguiram fazer parar os processos de longo prazo de aumento do preço do investimento e de declínio da produtividade do capital, enquanto aumentavam o grau de utilização da capacidade sem acelerar a inflação. O progresso técnico voltou a se manifestar, mas isso não foi suficiente para gerar crescimento sustentado, mesmo depois de 1999, porque a acumulação de capital se viu contida por uma sucessão de choques adversos: o estouro da bolha do Nasdaq, a crise energética interna, 11 de setembro, a moratória da Argentina e o espectro de uma presidência esquerdista de Lula (Bacha; Bonelli, 2005, p. 165).

Outro exemplo de apoio ao NCM vem de Pérsio Arida. Em entrevista concedida ao jornal O Estado de São Paulo, em edição especial sobre os 15 anos da execução do plano Real, em 2009, ele demonstrou sua inclinação para o arcabouço de política econômica adotado a partir de 1999, ao elogiar o governo Lula por manter o tripé macroeconômico que, para ele, foi um “legado benigno” do plano Real:

São claramente benignos – ou tripé macroeconômico básico (imposto legal flutuante, regime de metas para a inflação e superávit fiscal) que foi consolidado. As turbulências do ano em que Lula eleito pela primeira vez decorreram do medo de que o PT praticasse, uma vez no poder, uma cartilha de políticas irresponsáveis, como o plebiscito sobre a dívida externa ou o longo prazo forçado dívida interna. Mas o Lula teve a inteligência de aproveitar a herança e não mudar o curso da política econômica, e esse mérito é inquestionavelmente seu (Arida, 2009, p. 1).

Essa posição é coerente com a defesa da independência do BC para afastar a instituição de pressões populistas e manter o objetivo do cumprimento das metas de inflação. Nesse sentido, além de demonstrar seu posicionamento, o argumento é similar ao argumento de viés inflacionário que reduz a distância entre governos e autoridades monetárias:

evidentemente, não se trata aqui da independência para fixar os próprios salários ou independência no sentido de não ter de prestar contas para a sociedade de suas atitudes: trata-se da independência necessária para resistir a pressões políticas populistas. O que aconteceu é que a questão da independência do BC saiu da pauta porque, de fato, ele tem tido uma notável independência (Arida, 2009, p. 1).

---

<sup>31</sup> A Nasdaq é a principal bolsa de valores dos EUA, especializada em ações de empresas de tecnologia, sistemas de software e hardware que foi palco de uma crise provocada pela queda brusca nos preços das ações que subiram 1000% entre 1990 e 1999 e caíram tiveram queda de 70% entre 2000 e 2002. No período de 2001/2002 o crescimento dos investimentos das empresas não acompanhou o crescimento especulativo de suas ações e houve retração da capacidade produtiva o que provocou uma queda nas ações. A crise só não teve impacto maior porque o consumo das famílias suavizou os efeitos da crise (Corsi, 2009; Fachada, 2003).

Delfim Netto por outro lado, apontou a fragilidade externa do país e criticou as recomendações do Consenso de Washington, tendo em vista sua preocupação com o crescimento econômico:

a nossa dependência externa e a atual dimensão da dívida interna não têm nada a ver com as recomendações do Consenso de Washington. Elas são filhas da mesma política econômica que subtraiu do sistema produtivo brasileiro as condições isonômicas de competição, com a falsa promessa (hoje esquecida) de que iria reduzir o custo Brasil. Aumentamos a carga tributária bruta, de 25% do PIB, em 1993/1994, para quase 32% em 1999, com o mais distorcido sistema tributário já visto em nossa história. Fizemos descuidadamente a necessária redução tarifária (juntamente com uma valorização cambial). Reduzimos a relação crédito privado/PIB. Para resumir: amputamos as pernas dos produtores brasileiros para torná-los corredores mais eficientes. Isso destruiu boa parte do nosso sistema produtivo e comprometeu nossa capacidade de crescimento (Delfim Netto, 2002, p. 102).

Em sua visão, o plano Real controlou a inflação e, depois da modificação cambial, criou algumas perspectivas de crescimento, mas não privilegiou nem a liberdade (arbitrariedade das medidas provisórias) nem a igualdade (crescimento da distância entre as pessoas), e tampouco a eficiência alocativa (distorções do sistema tributário). Em matéria para a Folha de São Paulo, em 2005, Delfim Netto (2005) voltou a criticar a política macroeconômica:

Há um cheiro de armadilha no ar: o desesperado exercício para impor a nação a ambiciosa meta inflacionária de 5, 1% até dezembro de 2005. Um dos mecanismos de transmissão está visivelmente entupido pela contraditória ampliação do crédito por mudanças institucionais, o que vai impondo uma elevação da taxa de juro real que, no curto prazo, levará a uma redução transitória do crescimento do PIB. Isso é natural em qualquer política anti-inflacionária, uma vez que a sugestão da "desinflação a custo zero" imaginada pelos criadores das "expectativas racionais" mostrou-se como é: um sonho ultra racionalista (Delfim Netto, 2005, p. 1).

Em entrevista concedida à Folha de São Paulo, em fevereiro de 2003, quando questionado sobre a possibilidade de o governo Lula manter o superávit primário, aumento dos juros e se isso não seria uma contradição com o discurso do PT, o economista Paul Singer foi enfático ao dizer que os juros elevados são um paradoxo em relação aos discursos do partido:

no que se refere a juros, provavelmente você tem razão. No que se refere a superávit primário, nem tanto, porque se trata, basicamente, de ampliar ou não a dívida pública. Se você fizer menos superávit primário do que se está pretendendo fazer, o efeito seria que a dívida pública crescerá mais do que o PIB. Mesmo com esse superávit primário que está sendo feito, que foi feito no ano passado pelo Fernando Henrique Cardoso e agora promete ser continuado em 2003, a dívida pública vai crescer, mas espera-se que não cresça mais do que o PIB (Singer, 2003, p. 1).

Na mesma entrevista, quando perguntado sobre divergências internas no partido, Singer fala da importância das divergências e que na verdade o ambiente de torcida e demonstra sua insatisfação pela falta de um debate dentro do próprio partido. Singer (2003), expõe sua indignação sobre a ausência de um debate interno para alternativas de políticas econômicas, o que deixa claro que havia divergências no partido sobre qual política econômica o governo deveria adotar:

Não estou vendo, por enquanto, o debate que eu gostaria que acontecesse no PT. Acharia sadio que houvesse uma discussão em profundidade sobre as alternativas de política econômica. Mas, por enquanto, eu, pelo menos, não percebi que esse debate esteja havendo. O que está havendo são manifestações individuais de economistas do PT, de parlamentares, mas não creio que isso configure um debate. Está havendo um ambiente de grande torcida pelo governo (Singer, 2003, p. 1).

Em 2003, no início do governo Lula, economista também ligada ao PT, Maria da Conceição Tavares concedeu entrevista à Folha de São Paulo na qual criticou a escolha de políticas focalizadas em ajustes fiscais em detrimento de políticas universais como investimento em saúde, seguridade social, moradia e educação:

Ele desmente o diagnóstico de todos os economistas bons desse país que colocaram no estrangulamento externo, no aumento dos passivos externos que o doutor Fernando Henrique nos deixou, os problemas da economia. Diz que não é nada disso e que o problema na verdade é que o governo passado não fez o ajuste fiscal, que tal? Um garoto falando contra o ponto de vista de todos os grandes empresários e economistas como Delfim Netto, [Luiz Carlos] Mendonça de Barros, do José Serra, do Luiz Carlos Bresser Pereira, do Yoshiaki Nakano, de Campinas inteiro. . . Se há unanimidade no diagnóstico econômico é que temos um problema de estrangulamento externo. É isso que nos faz tolerar a habilidade política do ministro Palocci em contornar uma situação que, em setembro, era ruínosa (Tavares, 2003).

Na avaliação de Tavares e Belluzzo (2002), o Brasil entrou em um sério problema de ajustamentos perenes por conta da globalização financeira. As reformas para estabilização, transformaram o país em um ofertante de títulos de elevada liquidez e ativos nacionais como tentativa constante de atrair capitais externos:

o Brasil e outros grandes países latino-americanos, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida externa, foram literalmente capturados pelo processo de globalização financeira da década de 1990. Todos eles executaram seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados, cuja regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral de concentração e de centralização do capital em escala mundial. Nesse rol estavam incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e de bancos de boa reputação; e posteriormente foram incluídas ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial (Tavares; Belluzzo, 2002, p. 160).

As críticas ao governo petista, por parte dos economistas de tradição estruturalista, deixavam claro a insatisfação com o rumo tomado no âmbito da economia. Para estes economistas, o governo estava escolhendo uma política mais conservadora, acenando para a ortodoxia.

#### 4.4 O DEBATE PÚBLICO SOBRE AS POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO NO BRASIL (2011-2022)

O debate contemporâneo sobre as políticas de estabilização tem características marcantes, pois é a primeira vez que o Brasil passa um longo período com uma única política de controle inflacionário como também é a primeira vez na história que o Brasil enfrenta quatro décadas de baixo crescimento e crises constantes. É consenso entre os economistas que o plano Real foi bem-sucedido na estabilização da moeda, entretanto, o conjunto de medidas implementado a seguir foi passível de crítica por parte dos economistas heterodoxos justamente por comprometer o crescimento econômico dado o elevado nível de juros. Já os ortodoxos viam no controle da inflação uma pré-condição para o crescimento.

#### **4.4.1 Inflação e crescimento: uma contextualização do debate recente**

Em 2003, Lula assumiu a presidência da República e para surpresa de alguns economistas, de sua base aliada e os que acreditavam em uma guinada heterodoxa na condução da política econômica, o novo governo buscou uma coalização mantendo a política de estabilização de caráter ortodoxo. Belluzzo e Carneiro (2003), ressaltam que a continuidade da política econômica se deveu à busca de credibilidade com os mercados financeiros, o que traceja um “paradoxo da credibilidade”, ou seja, quanto mais a política econômica tem êxito, segundo a ótica do mercado financeiro, mais se reduz seu espaço de condução. Para Corazza e Ferrari Filho (2004), a política econômica neoliberal dos anos 1990 não assegurou resultados positivos e os ganhos do início de sua implementação são questionáveis. Logo, esse modelo carregava consigo grande possibilidade de fracassar.

A escolha de uma equipe econômica com o perfil mais ortodoxo, como Henrique Meirelles para a presidência do BCB e Antônio Palocci para o Ministério da Fazenda, confirmava a manutenção da tríade econômica do governo FHC. E, alguns casos, o seu aprofundamento. Na política fiscal, segundo Mattei e Magalhães (2011), as negociações do governo Lula com o FMI em 2003 levaram à ampliação das metas do superávit primário. A meta de inflação, que em 2002 era de 3, 5%, passou para 4% em 2003 e chegou a 5, 5% em 2004, mas voltou ao patamar de 4, 5% em 2005. Esses ajustes aconteceram, por conta da dificuldade do governo em cumprir as metas entre 2001 e 2004.

O marco de uma mudança de postura na política econômica se deu em 2006, quando o Ministro da Fazenda Antônio Palocci foi substituído por Guido Mantega, que já havia sido assessor de Lula e Ministro do Planejamento, e ocupava naquele momento o cargo de presidente do BNDES. Para Giambiagi (2011), houve uma mudança drástica na política econômica que

passou a ter características mais intervencionistas, com o conseqüente relaxamento da preocupação fiscal.

Inicialmente, a mudança produziu efeitos. Segundo Teixeira e Pinto (2012), o PIB avançou nos dois governos Lula, - 3, 5% entre 2003 e 2006; 4, 6% entre 2007 e 2010 - superando os dois mandatos de FHC. Entre 2003 e 2010, o consumo das famílias e os investimentos públicos e privados em Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceram em média, respectivamente, 4, 5% e 7, 5% ao ano. O investimento crescendo acima do PIB resultou na ampliação da FBKF de 15, 3% PIB em 2003 para 19, 5% em 2010. Para os autores, esses resultados macroeconômicos deixaram clara a guinada na política econômica entre o primeiro e o segundo governo Lula.

No contexto da crise financeira de 2008, embora o governo tenha incentivado o consumo interno e adotado um caráter mais keynesiano de intervenção estatal, com apoio à indústria e proteção do emprego, o que era amplamente defendido pelos economistas mais heterodoxos, encontrou nas amarras do tripé macroeconômico um limite para a promoção do desenvolvimento industrial e tecnológico (Cano; Silva, 2010).

Conforme Zagato *et al.*, (2019), observou-se no Brasil, entre 2003 e 2012, um “milagrinho”, explicado por dois fatores mais abrangentes: I) o cenário externo favorável, que permitiu valorização do Real, com o aumento dos preços das commodities estimulados pela demanda chinesa que expandia tal qual sua economia; II) o fortalecimento do mercado interno por meio aumento dos programas de transferência de renda, aumento do salário mínimo e expansão do crédito, que resultou na redução da miséria e no estímulo ao setor de serviços e construção civil, conforme indicam também Singer (2009), Sicsú, (2019) e Barbosa(2020).

O avanço de políticas focalizadas no governo Lula também ficou comprometido desde a Lei de Responsabilidade Fiscal sancionada por FHC, que transforma o superávit primário em objetivo essencial da política econômica, a fim de atender aos interesses dos credores do Estado acima de quaisquer outros interesses (Paula, 2008; Pereira, 2012). A ratificação prática dessa afirmação está na criação da Desvinculação de Receitas da União (DRU), que permitiu retirar receitas de políticas universais da seguridade previstas na CF88 para quitar encargos da dívida pública (Gentil, 2006). Portanto, o raio de manobra do governo Lula era pequeno, como afirmou Maria da Conceição Tavares, em 2005, na bienal do livro do Rio de Janeiro à Folha de São Paulo (Tavares, 2005).

O caminho da discussão anterior a 2010 sobre o aparente dilema desenvolvimento versus estabilização estava longe do fim por dois motivos: 1) o governo Lula manteve uma política ortodoxa e, apesar de apenas acenar para a heterodoxia, conseguiu manter uma ligação

direta entre crescimento e demandas sociais em seu planejamento macroeconômico (Carvalho, 2018); 2) o “milagrinho” já mostrava sinais de esgotamento em 2011. Os ganhos começaram a se reverter e não se via mais o vigor do período anterior (Oreiro; Feijó, 2010; Silva; Lourenço, 2014).

A busca por flexibilizar o RMI para aumentar o “raio de manobra do governo” se deu nesse contexto de desaceleração econômica, a partir do governo Dilma Rousseff. Conforme Gentil e Hermann (2017), o primeiro governo Dilma enfrentou um ambiente macroeconômico bastante hostil no âmbito externo, ainda sob efeito da crise de 2008. A princípio, o governo demonstrou interesse em combater a tendência de desaceleração da econômica com medidas anticíclicas. Em meados de 2011, o BCB iniciou uma política de redução da taxa básica de juros que seria interpretada pelos analistas como uma medida muito ousada por parte do governo. No ano seguinte, com 7,4% a. a. ou 1,5% a. a. de taxa real, a taxa básica atingiu seu piso histórico. A política monetária adotada convergiu com a política de expansão do crédito público, em curso desde o primeiro governo Lula e aprofundada a partir de 2009, com intuito de combater os efeitos recessivos da crise externa.

A intervenção do governo foi marca registrada do primeiro governo Dilma, com redução na taxa de juros e política fiscal objetivando o investimento. A desoneração fiscal, o aumento de gastos do governo e o controle de alguns preços, faziam parte da chamada Nova Matriz Macroeconômica, implementada em 2011. A nova matriz macroeconômica pretendia romper com os fundamentos da ortodoxia, aplicando uma política heterodoxa que resultou em grandes mudanças econômicas (Silva, 2019). Era uma tentativa de alcançar o “maior raio de manobra” para a atuação estatal, como reivindicava parte dos economistas heterodoxos.

A. Singer (2015), chamou essa tentativa de “ensaio desenvolvimentista”. A ruptura com a ortodoxia aplicada até então representava para o economista uma manobra ousada e arriscada demais para um cenário desfavorável e mesmo que não fosse uma mudança radical que retirasse o tripé macroeconômico e, conseqüentemente, a política da estabilização orientada pelo NCM, seria suficiente para desagradar os representantes do capital financeiro e setores econômicos mais conservadores, uma vez que seria a primeira vez que alguém após a implementação do RMI, tentaria flexibilizar as regras do tripé.

Para Singer (2015), a nova matriz macroeconômica adotada por Dilma trazia consigo uma política fiscal mais expansiva, contando com maior relaxamento do superávit primário para viabilizar incentivos ao investimento, especialmente através de desonerações fiscais e afrouxamento da política monetária, isto é, uma agenda programática de redução dos juros com o conseqüente relaxamento da administração do RMI. Contudo, o RMI não foi abandonado e a

tentativa de manter a inflação na meta resultou em medidas de controle de preços, como no caso dos combustíveis e energia elétrica.

A nova matriz macroeconômica tinha como objetivo aumentar consideravelmente do ritmo de crescimento do investimento e proporcionar a aceleração do crescimento da economia brasileira. Todavia, tais expectativas não se concretizaram. A economia brasileira, de fato, acelerou o seu ritmo de crescimento com respeito ao ano de 2012 (2,49% em 2013 contra 1,03% em 2012); contudo, considerando a média de crescimento dos últimos cinco anos, houve forte desaceleração do ritmo de crescimento do PIB real (Oreiro, 2011). Para Bastos (2017), o plano foi radical, no entanto, o governo não se preparou para o debate público e sequer fez campanhas para defender os aspectos técnicos para enfrentar a hegemonia convencional diante da opinião pública. O resultado foi o enrijecimento de narrativas que caracterizavam o governo como irresponsavelmente técnico e politicamente populista. Tais narrativas foram amplamente disseminadas por meios midiáticos tradicionais.

Apesar das dificuldades da nova matriz macroeconômica, Dilma conseguiu se reeleger. Seu segundo governo ficou marcado por muitas turbulências, como os movimentos de massa, que reivindicavam melhorias na qualidade de vida, o fracasso da política econômica e a dificuldade em defendê-la como alternativa a um cenário externo desfavorável. Tudo isso colocava o governo em uma situação delicada e, como não podia mais justificar a redução de taxas de juros, a redução de tarifas de energia e o ônus das desonerações, a saída escolhida foi a retomada da ortodoxia, pois àquela altura a inflação já alcançava os dois dígitos (Martins, 2022).

Conforme Bastos (2017), a reação virulenta do mercado fez com que o governo Dilma assumisse uma postura mais conservadora e a escolha de Joaquim Levy, então diretor-superintendente do Bradesco, para ministro da Fazenda seria um aceno para o mercado financeiro na forma de manutenção da austeridade fiscal e rigor na aplicação do RMI. Não deu certo. Os resultados econômicos de 2015 foram devastadores. No mercado de trabalho, a taxa média de desemprego, que fechou 2014 com 6,8%, chegou a 11,3% em 2016. O PIB recuou 3,5% em 2015 e 2016. Já a inflação, que estava em torno de 6,41% a. a. em 2014, sobe para 10,67% a. a. em 2015, impulsionada principalmente pela liberação de preços administrados (Horta; Giambiagi, 2018).

O BCB tratou a pressão inflacionária como uma inflação de demanda, elevando a taxa de juros de 10,92% a. a. em 2014 para 14,14% a. a. em 2015. Para reduzir a volatilidade e poder garantir a cobertura cambial para os agentes privados, o BCB utilizou as operações de swaps cambiais como mecanismo de controle da desvalorização. O dólar saltou de R\$2,60 para

R\$3, 90 em dezembro de 2015, reflexo da consistente desvalorização da moeda brasileira e do aumento da fragilidade financeira do país (Prates; Fritz; Paula, 2019). Em meio aos problemas econômicos, o cenário político conturbado levou à abertura de um processo de impeachment contra Dilma em dezembro de 2015. Como é sabido, seu vice, Michel Temer, assumiu a presidência da República em maio de 2016.

Ao assumir a presidência, Temer defrontou-se com um cenário de elevada inflação. Sua equipe econômica liderada por Henrique Meirelles, planejou implementar uma política econômica ainda mais ortodoxa. Ilan Goldfajn assumiu a presidência do BCB em 2016 prometendo, em sua sabatina na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, cumprir plenamente as metas de inflação para os próximos anos (Somnenzari, 2017).

Conforme Horta e Giambiagi (2018), as medidas anti-inflacionárias se aprofundavam a partir de uma condução de uma política monetária contracionista, que contava com um perfil conservador da autoridade monetária, além da aprovação da chamada PEC do Teto de Gastos e da reforma trabalhista. Com essa política, a inflação começou a ceder. Mas outros fatores também contribuíram para a queda: a apreciação do Real, o elevado desemprego, a queda dos salários e o fim dos choques dos preços administrados e de alimentos. Dessa forma, em 2017, houve a reversão das políticas de aumento do salário-mínimo, a redução dos investimentos públicos e o câmbio manteve-se apreciado até o final de 2018 (Prates; Fritz; Paula, 2019).

Para Singer (2018), se o governo Dilma caminhava a passos largos para uma política econômica conservadora, o governo Temer foi a imersão total na agenda ortodoxo-liberal. O compromisso com o tripé macroeconômico foi reforçado e nas demais áreas o denominador comum foi a redução do papel do Estado: corte dos investimentos públicos e dos gastos sociais, flexibilização das relações de trabalho, retomada das privatizações, redução dos empréstimos do BNDES e desmontagem dos instrumentos de política industrial (Prates; Fritz; Paula, 2019). Conforme Sicsú (2018), a austeridade permaneceu com congelamentos salariais e aumentos na taxa de juros para combater a inflação. No âmbito econômico geral, embora, segundo o autor, a economia tenha voltado a crescer parcamente em 2017 após um longo período (2014-2016), a taxa de investimento permaneceu negativa em 1, 8% e, em 2018, o país apresentou um aumento do desemprego.

Entre 2018 e 2020, a agenda de ortodoxo-liberal aprofundou-se ainda mais com a eleição de Jair Bolsonaro, com a intensificação de ajustes que tinham como estratégia subordinar a política fiscal ao controle do processo inflacionário. Tal comportamento significou continuidade de um modelo econômico que tinha a inflação como principal problema econômico a ser combatido. O aprofundamento do programa ortodoxo-liberal se refletia no

programa de privatizações (com ênfase para a venda de ativos do ramo de petróleo o gás e manutenção do PPI); na manutenção do teto de gastos políticas contracionistas de controle inflacionário com ênfase ao rigor do RMI (exceto no período pandêmico onde o pragmatismo pôs em xeque tais políticas no mundo inteiro); já a reforma previdenciária foi aprovada em 2019, e a agenda da política fiscal ainda incluiu medidas (não apreciadas pelo Congresso Nacional) para redução permanente de despesas com pessoal e desvinculação de gastos sociais previstos na CF/88 (Araújo, 2023). Por outro lado, políticas sociais, como as de saúde e alimentação, foram desmontadas.

No que se concerne à política monetária, a proposta que visava mais autonomia ao BC tramitava no congresso desde 2019 e contava com o apoio de Bolsonaro e do ministro da Economia Paulo Guedes, uma vez que o aprofundamento da ortodoxia-liberal fazia parte da agenda econômica do novo governo. O ministro sinalizava sua pretensão de tornar a moeda mais conversível a partir do distanciamento entre o BC e os interesses políticos (Carneiro, 2019). Como lembra Carneiro (2019), a pretensa agenda de Bolsonaro-Guedes, que incluía o fomento a independência do BC, tinha como objetivo principal a desvinculação entre ciclo monetário e ciclo político.

A proposta do BC independente do Governo Bolsonaro já avançou ao ponto de se tornar projeto de lei no Congresso. Além da tradicional postulação da fixidez dos mandatos dos dirigentes e da sua não coincidência com os dos governos eleitos, ele traz inovações operacionais e graus de liberdade inusitados para a ação desses dirigentes. A pretexto de tornar independente o ciclo da política monetária do ciclo político, o projeto leva ao paroxismo esta pretensa independência. Na prática, amplia a facilidade de captura do BC por grupos de interesse e reforça o poder dos rentistas na definição e manejo de câmbio e juros, dois preços-chave para o crescimento (Carneiro, 2019, p. 161).

No início de 2020, o Brasil enfrentou a pandemia de Covid-19. A crise sanitária conduziu o mundo para a calamidade e impactou fortemente a economia brasileira. Nesse cenário, seria difícil manter qualquer padrão de normalidade na política econômica. Seguindo tendências internacionais e, por pressão do congresso, o governo adotou medidas para garantir a renda de pessoas vulneráveis e empresas afetadas pela crise sanitária, e barateou o crédito (Simoni Jr. *et al.*, 2020; Silber, 2020).

O BC anunciou a liberação de R\$ 1, 2 trilhão (16, 7% do PIB) como pacote de liquidez de enfrentamento da pandemia, contendo empréstimos com lastro em LFT garantidas (R\$ 670 bilhões) e redução do compulsório (R\$ 210 bilhões). Fechou ainda um acordo de U\$ 60 bilhões

com o Federal Reserve Bank para uma linha de swap<sup>32</sup>. A expansão fiscal e monetária era uma tendência mundial para combater a insólita recessão causada pela crise sanitária. Mesmo antes da pandemia, a economia brasileira não ia bem a julgar pelos 13 milhões de desempregados e quase metade da população vivendo na informalidade (Lopreato, 2006; Tavares; Belluzzo, 2002). Apesar do baixo dinamismo da economia, pouco antes da pandemia, a inflação estava em aproximadamente 4, 5% e os juros na casa dos 3% a. a.

Conforme Corsi (2021), nem todo o montante de gasto previsto foi de fato despendido. Tratando-se a injeção de liquidez, até agosto, foram executados R\$ 309 bilhões. Dos recursos adicionais para a área de saúde, somente cerca de 50% foram de fato aplicados, e, para o financiamento de empresas foram liberados apenas 17% do total de recursos. Apesar da ineficiência no gasto público e do aumento da relação dívida/PIB para 90%, a economia sofreu uma retração de -4, 3%, menor do que a de outras economias. De acordo com Sanches, Cardomingo e Carvalho (2021), a queda do PIB poderia ter sido entre -8% e -14% se não houvesse a intervenção estatal, especialmente o Auxílio Emergencial.

Com o surgimento da vacina e o arrefecimento da pandemia, a política ortodoxo-liberal foi retomada. Os superávits primários foram obtidos, pelo lado dos gastos, por meio de cortes associados ao desmonte do Estado brasileiro. Já o aumento das receitas pode ser explicado pelo fim do isolamento social, com a gradual retomada da atividade econômica, e pela inflação dos alimentos e dos combustíveis, o que ampliou a base de arrecadação nominal. O aumento dos gastos em 2020 foi rapidamente revertido e, na média, o governo Bolsonaro registrou uma das mais baixas taxas de expansão do gasto; a manutenção do teto de gasto, a despeito do “furo” de R\$ 800 bilhões em função da pandemia, voltou a ser um empecilho para mais aumento de gasto.

A redução de juros em 2020 fez com que, a posteriori, o câmbio se desvalorizasse e a inflação aumentasse drasticamente em meio ao aumento das exportações. Houve, então, uma forte elevação dos juros a partir de 2021 para controlar o processo inflacionário. Em fevereiro de 2021, a lei complementar 179/2021, que estabelece mandatos fixos de quatro anos ao presidente e diretores do BC não coincidentes com o do presidente da República, foi sancionada por Bolsonaro. A inflação fechou o ano de 2022 com um aumento de 5, 79%, abaixo dos 10, 06% registrados em 2021. Apesar da queda expressiva, a inflação ficou acima da meta definida

---

<sup>32</sup> Conforme o BCB, Swap é um derivativo financeiro que possibilita a troca de taxas ou rentabilidade de ativos financeiros simultaneamente entre agentes econômicos. Por meio dele o BC procura evitar movimento disfuncional do mercado de câmbio. A partir do Swap, o BCB pode enxugar a liquidez e impedir a desvalorização da moeda a partir de garantias oferecidas, como o valor da variação mais a taxa de juros (cupom cambial) e a o valor da variação acumulada da SELIC na compra, por parte do BCB. O Contrato Swap visa manter a “*hedge*” cambial que é promover a segurança inibindo grandes oscilações em caso de choques especulativos sobre a moeda.

para 2022, 3, 5% com teto de 5%. Vale destacar o aumento do preço dos combustíveis. O relatório do Dieese/FUP(2022), apontou um aumento de 157, 3% na gasolina e 157, 6% no diesel e 349, 3% no gás de cozinha. Durante o governo Bolsonaro, o aumento foi, respectivamente, de 155, 8%, 143, 2% e 132, 2%.

Em síntese, o período de 2019 a 2022 foi marcado por diversas iniciativas por parte do governo que visavam não só a contração monetária, mas também mudanças institucionais marcantes na política econômica que caminhava aceleradamente para uma ortodoxia cada vez mais institucionalizada.

A independência do BC brasileiro estimulou a discussão entre economistas favoráveis às regras do NCM e os que defendiam sua flexibilização. Pessôa (2022a), por exemplo, defendeu a política econômica do ministro Paulo Guedes e, no que tange a economia, considerou que o governo Bolsonaro deixou um legado relevante, uma vez que seguiu a agenda mais ortodoxa e buscou controlar a inflação. A independência operacional do Banco Central, para Pessôa, propiciou uma resposta mais eficiente à inflação e melhor alinhamento às expectativas dos agentes:

A inflação está em queda e, mesmo com a reversão das desonerações em 2023, se houver, nada impede que o Banco Central (BC) atinja a meta em 2024, antes, provavelmente, das demais economias subdesenvolvidas. A pronta resposta do BC, que recentemente adquiriu a sua independência operacional, tem ajudado em muito a moderação dos preços e a reancoragem das expectativas inflacionárias para 2023 e 2024 (Pessôa, 2022a, p. 10).

Já para Fritz, Paula e Prates (2016), economias subdesenvolvidas como o Brasil precisam de estímulo para o investimento e de um BC que opere com duplo objetivo: inflação e emprego. Pois as economias subdesenvolvidas são mais vulneráveis aos choques de oferta. Seria mais adequado intensificar a gestão dos preços administrados e utilização de estoques reguladores de produtos essenciais. A utilização de política monetária que vise exclusivamente a estabilização de preços, pode provocar efeitos nocivos ao investimento, sobretudo em bens de capital, e resultar em desemprego. Assim, em contexto de políticas de desinflação de caráter contracionista, dado que a atividade econômica pode modificar a taxa de desemprego, uma alta taxa de desemprego pode gerar um crescimento de desemprego de longo prazo e influenciar na redução salarial (Oreiro; Paula, 2019).

Isto porque períodos prolongados de níveis de baixa atividade econômica alteram a taxa de desemprego da economia: uma alta taxa de desemprego tende a gerar um número crescente de desemprego de longo prazo, diminuindo a influência da barganha salarial por melhores salários. Se o efeito da histerese é importante, a taxa de sacrifício associada a desinflação e recessão é muito maior do que sugerido pela hipótese da taxa natural de desemprego, uma vez que o desemprego tende a persistir no tempo (Oreiro; Paula, 2019, p. 17).

Na história do pensamento econômico brasileiro, sempre houve uma divisão entre grupos desenvolvimentistas mais alinhados à heterodoxia e grupos liberais e neoliberais mais alinhados à ortodoxia. Como exposto, existiram diversos momentos em que o pragmatismo borrava a fronteira entre esses grupos, como o caso de Simonsen, que ora defendia a política industrial sem se ater tanto ao processo inflacionário ora defendia rigor nas finanças públicas para conter a inflação; ou Delfim Netto, que ora estava do lado desenvolvimentista, ora estava sendo criticado pelo grau de endividamento externo e tímida política de distribuição de renda. Mais recentemente, André Lara Resende, um dos principais formuladores do plano Real, passou a criticar a austeridade fiscal e as elevadas taxas de juros no Brasil.

A partir de 1999, uma das principais preocupações do debate econômico foi a manutenção da estabilização de preços por meio do RMI e a adesão ao tripé macroeconômico. Entre 2011 e 2022, a flexibilização desse arcabouço para dar lugar a políticas mais ativas de desenvolvimento ganhou espaço tanto na academia, quanto no debate público, que será abordado na próxima seção.

#### **4.4.2 O debate público sobre as metas de inflação no Brasil**

Nos primeiros capítulos, foram analisadas a fundamentação teórica do RMI e as evidências de sua aplicação em países desenvolvidos e subdesenvolvidos. Nas primeiras seções deste capítulo tratamos de debates relevantes sobre a economia brasileira que colocavam em lados opostos economistas ortodoxos e heterodoxos. Nesta seção, pretende-se avaliar o debate público sobre as metas de inflação entre 2010 e 2022, considerando três aspectos: os economistas que participaram desse debate, as principais bases teóricas que influenciaram na argumentação sobre o RMI; e o espaço de divulgação de ideias em que atuaram.

Os economistas foram escolhidos a partir dos seguintes critérios: I) terem participado em debates sobre o RMI; II) estar vinculados a algum centro de pensamento de tradição heterodoxa ou ortodoxa que tenha grande relevância nos debates brasileiros; III) ter publicado entre 2011 e 2022 sobre o tema em artigos acadêmicos, na mídia impressa ou digital, ou em canais oficiais. Decisões e políticas econômicas levadas a cabo por governos precisam de apoio social e uma das maneiras de angariá-lo é divulgar opiniões informadas sobre elas de modo que possam formar o juízo do leitor não familiarizado com a economia. A opção pelo estudo do debate público, e não acadêmico, sobre o RMI busca apontar a influência midiática na formação da opinião pública e na elaboração e execução de políticas públicas.

Pierre Bourdieu estudou os chamados ‘intelectuais públicos’, analisando a relação entre a mídia e a academia, destacando a capacidade da mídia de ampliar a divulgação da produção acadêmica. Essa abordagem é interessante para esta pesquisa, uma vez que os economistas aqui analisados são reconhecidos nesses dois espaços:

A evolução das relações não pôde ser totalmente explicada de força simbólica dentro do campo universitário, mas por uma análise do conjunto de processos que levaram ao enfraquecimento da sua autonomia e ao aumento da influência de instituições externas de consagração, e especialmente do jornalismo cultural, capaz de garantir a determinados produtores e a determinados produtos uma divulgação e notoriedade muito mais rápidas e muito mais amplas do que aquelas que as autoridades internas proporcionam precisamente àqueles a quem consagram depois de um lento e longo processo de canonização (Bourdieu, 2008, p. 159)

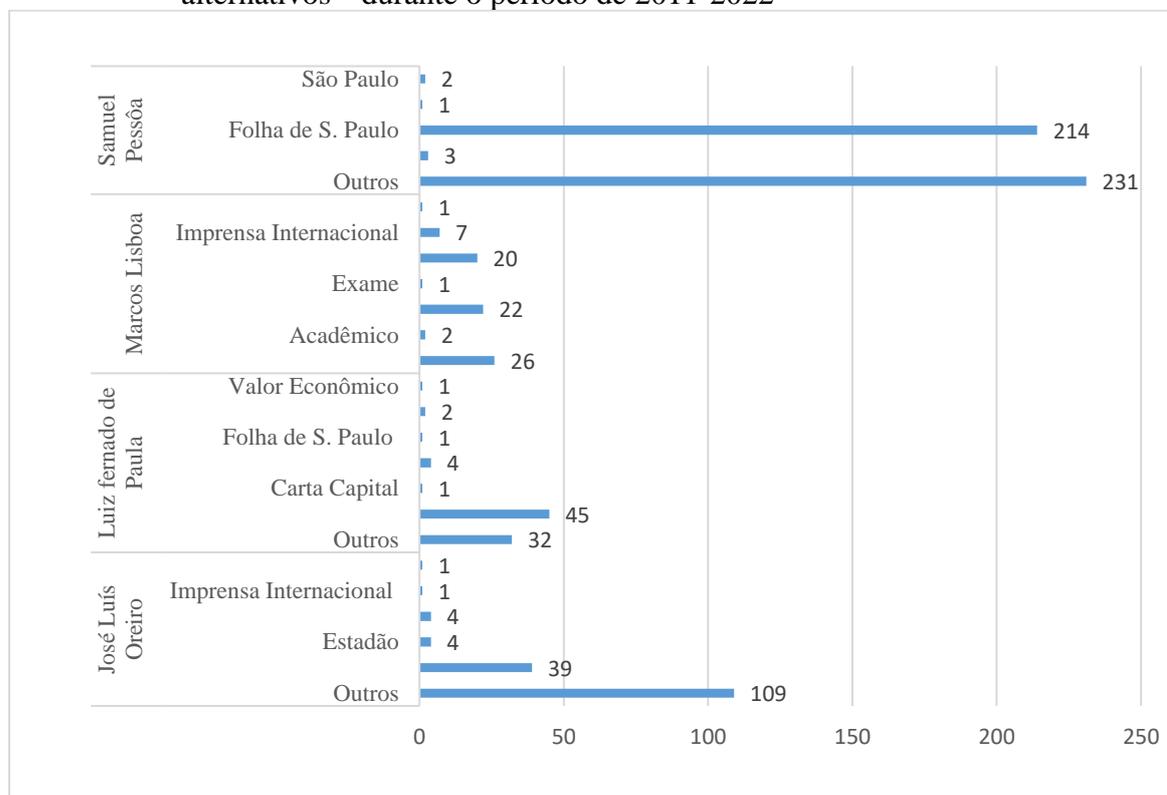
Para Bourdieu (2008), o espaço universitário é um espaço de produção, construção de diálogos, produção de saber científico e de enfrentamento de interesses capaz de influenciar indivíduos inseridos no espaço social. Nesse sentido, o acadêmico pode ter seu capital social ampliado de acordo com o distanciamento do polo de investigação (a universidade), ganhando outros espaços externos a partir de suas justificativas técnicas e aspectos sociais que compõem sua competência profissional. Analisando por esta ótica, os economistas analisados ganharam certo capital social, uma vez que conseguiram ampliar seus canais para além da academia. A mídia nesse sentido tem forte influência por ser capaz de gerar notoriedade ao criar produtores e produtos informativos.

O pensamento econômico, pela sua própria produção e por seus produtores que disseminam e transitam entre os mais variados espaços, reúne elementos que o colocam em posições dominantes nesses espaços. Além disso, o caráter técnico desse conhecimento e a linguagem cifrada, traduzida pelo especialista para o leitor leigo, angariam poder simbólico e social para o economista no espaço público ao lhe conferir um forte poder performativo (Bourdieu; Delsaut, 2001; Vieira; Chiamonte, 2021).

Os Gráficos 10 e 11 foram criados a partir de informações da plataforma Lattes fornecidas por economistas selecionados, considerando publicações cujos títulos tenham correlação com o tema desta pesquisa. Estes gráficos mostram o seu trânsito entre os o espaço acadêmico e o midiático. Para a análise do debate público, foram considerados veículos de grande circulação como Valor Econômico, Folha de São Paulo, O Globo e O Estado de São Paulo. O gráfico 9 detalha a quantidade de artigos publicados nos veículos de notícia econômica e na academia. Enquanto o gráfico 10, demonstra a correlação entre os economistas e os espaços acadêmicos e midiáticos considerando somente essas duas dimensões. Na análise gráfica sobre o debate, para equilibrar observação foi analisado somente os 2 economistas do debate, que seguem a linha heterodoxa e mais publicaram sobre o tema estudado, tanto na academia quanto

na mídia. E ainda, os economistas que seguem uma linha ortodoxa que estão no debate analisado no período.

Gráfico 10 - Quantidade de artigos publicados em jornais de grande circulação e jornais alternativos<sup>33</sup> durante o período de 2011-2022

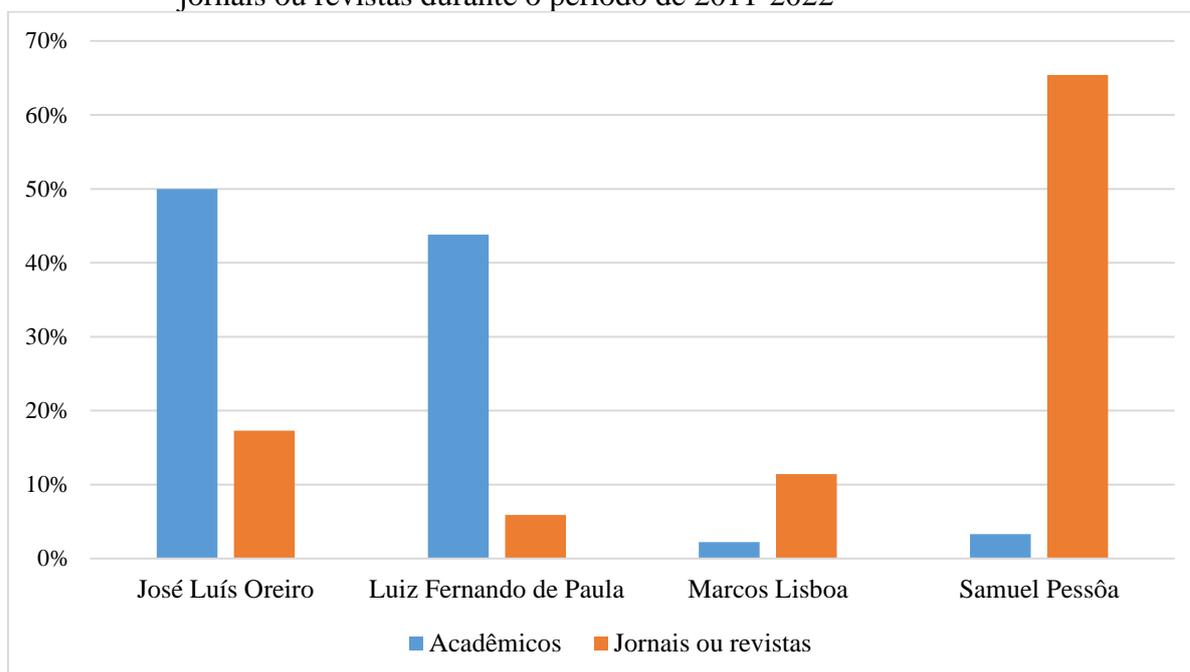


Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de informações obtidas pela plataforma Lattes fornecidas por cada pesquisador descrito no gráfico.

No Gráfico 10 é possível perceber a discrepância entre as publicações do economista Samuel Pessôa que teve como principal veículo de divulgação a Folha de São Paulo, na qual é colunista, enquanto o principal veículo de informação do economista José Luís Oreiro foi a mídia alternativa denominada “outros” no gráfico.

<sup>33</sup> Os meios de circulação alternativos estão identificados como ‘outros’ no gráfico. Trata-se de Jornais e Revista de menor circulação, já que Jornais como Valor econômico, O Globo, Folha de São Paulo e Estadão são tradicionais e pertencem a grandes conglomerados midiáticos no Brasil.

Gráfico 11 - Valores em percentuais de publicações em artigos acadêmicos e artigos de jornais ou revistas durante o período de 2011-2022



Fonte: Elaboração própria (2024) a partir de informações obtidas pela plataforma Lattes fornecidas por cada pesquisador descrito no gráfico.

Considerando as limitações do recorte desta pesquisa, é razoável inferir que economistas ortodoxos têm ocupado maior espaço na mídia. Samuel Pessôa, por exemplo, representa 65% de publicações em jornais ou revistas entre os quatro economistas analisados. Mesmo Marcos Lisboa, embora apareça menos na mídia do que Pessôa, ainda publica significativamente em veículos de grande circulação. Ocorre o contrário com os que seguem a linha de pensamento heterodoxa, já que tanto Oreiro quanto Paula publicaram trabalhos sobre o tema predominantemente na academia. O debate acadêmico é evidentemente mais restrito, apesar da maior abertura nos últimos anos com o aumento do número de ingressantes no ensino superior e na pós-graduação, e do esforço de divulgação do conhecimento científico para um público mais amplo. No caso da mídia, a difusão é maior por se tratar de um mercado muito bem estruturado e consolidado em seus objetivos de fornecer informação.

#### 4.4.2.1 Ortodoxos e heterodoxos: breve discussão sobre método de análise no Brasil

A questão da inflação voltou ao debate público a partir de sua elevação concomitante à adoção da nova matriz macroeconômica no governo Dilma. Essa discussão compreende uma velha controvérsia entre economistas que seguem a linha clássica/neoclássica (liberais) e os economistas que seguem a linha keynesiana (desenvolvimentistas) no Brasil: de um lado, a

visão de que a estabilização do valor da moeda e o protagonismo do mercado seriam pré-condições para o crescimento econômico e o bem-estar social; de outro, a defesa do crescimento econômico com inclusão social como prioridade e o importante papel do Estado nesse processo, sendo a estabilidade do valor da moeda sua resultante e não sua pré-condição. Lisboa e Pessôa (2016a) parecem amenizar essa distinção fundamental no debate econômico brasileiro para enfatizar uma diferença de método de análise, a qual serve de base para sua crítica aos economistas heterodoxos: “a patologia da heterodoxia (que, como toda patologia, compromete alguns, mas não a todos) ocorre quando se recorre à desqualificação dos métodos estatísticos ou da motivação do pesquisador para rejeitar alguma evidência” (Lisboa; Pessôa, 2019, p. 440).

Essa afirmação reforça a ideia de que os economistas do espectro não convencional, no Brasil não consideram o método de pesquisa com base em dados e modelos. Pessôa e Lisboa concluem que, no debate brasileiro, a evidência não tem importância, como afirma: “A evidência empírica tem pouca relevância nesse debate. Seu papel seria apenas de ilustração. Se a favor, decorre de pessoas que compartilham da visão. Se contrária, decorre daqueles que têm outra visão de mundo e deve ser rejeitada” (Lisboa, Pessôa 2016b).

Em agosto de 2016, os economistas Luiz Fernando de Paula e Elias Jabbour rebateram a crítica de Samuel Pessôa e Marcos Lisboa. No texto, os economistas abordam essencialmente os seguintes pontos: conceito de heterodoxia, empirismo, produtividade, e a retórica generalista. Sobre os aspectos metodológicos de utilização de evidências empíricas, os autores reforçam que existe um esforço muito grande por parte da ortodoxia em “demonstrar neutralidade” e “objetividade científica” se valendo do argumento de que o método de utilização de dados estatísticos são os únicos métodos de análise de realidades cujos aspectos muitas vezes são imensuráveis pela própria natureza sociológica. Os autores reforçam que tal esforço é em si uma retórica que tem por finalidade muito mais o convencimento do que propriamente a análise de aspectos econômicos.

Paula e Jabbour (2016) reiteram que essa busca por utilização de empirismo em experiências específicas e a condenação do método histórico-dedutivo provoca simplificações, deturpações e generalizações sobre a heterodoxia. Na tentativa de colaborar com a delimitação de abordagens heterodoxas e ortodoxas, ressaltam que existem diversas formas de estabelecer essa diferença e uma bem ampla é utilizada pelo economista britânico Frank Hahn, que define a ortodoxia como uma análise que engloba aspectos individualistas com axioma de racionalidade (geralmente otimizadora) e afincado pelo equilíbrio, enquanto a heterodoxia nega a autorregulação dos mercados e está aberta ao pluralismo metodológico.

Em outubro de 2016, Oreiro e Gala (2016) publicaram na Folha de São Paulo um artigo em que concordam que o uso de termos como ortodoxo ou heterodoxo poderia ser aplicado de outra forma e não da forma convencional. Por exemplo, dependendo do contexto, o marxismo também pode ser chamado de ortodoxo. No Brasil, a expressão ‘ortodoxo’ geralmente é aplicada aos “neoclássicos” e para os programas de pesquisas que seguem a linha neoclássica existe um ‘núcleo duro’ que propõe abordagens que visem a maximização do lucro/satisfação e equilíbrio de mercados como referência para o funcionamento da economia.

Já os economistas heterodoxos rejeitam a ideia de um núcleo duro de um programa de pesquisa que seja construído a partir de princípios de maximização e de equilíbrio de mercados. Para esses economistas, podem coexistir divergências nos programas de pesquisa, o que marca o pluralismo metodológico do campo da economia. Para Oreiro e Gala (2016), diferente de Lisboa e Pessôa (2016a), o que difere ortodoxia e heterodoxia não é a questão empírica, uma vez que economistas heterodoxos também utilizam métodos empíricos, mas na existência ou não de um ‘núcleo duro’ básico a todos os programas de pesquisa.

Em síntese, do ponto de vista ideológico, seria lícito vincular a ortodoxia ao liberalismo e a heterodoxia à maior intervenção do Estado na economia; do ponto de vista metodológico, a ortodoxia se associa um ‘núcleo duro’ teórico, enquanto a heterodoxia é aberta à pluralidade inerente às diversas correntes de pensamento econômico. Com base nessa distinção, foram selecionados economistas brasileiros que podem ser alinhados à ortodoxia (Samuel Pessôa e Marcos Lisboa) e à heterodoxia (Luiz Gonzaga Belluzzo, Paulo Gala, José Luís Oreiro e Luiz Fernando De Paula) para analisar o debate público sobre o controle da inflação no Brasil entre 2010 e 2022. As subseções a seguir tratam dos principais pontos do debate.

#### 4.4.2.2 Ortodoxos no debate: crítica ao intervencionismo estatal e defesa do RMI

Nesta subseção trataremos da análise de economistas ortodoxos, sobre as políticas de estabilização no Brasil. Pretende-se, primeiramente, observar as questões referentes ao intervencionismo e à política fiscal dos governos para o período. Depois o estudo passa a averiguar os argumentos dos economistas sobre o papel das estatais no orçamento público e seus efeitos sobre os preços administrados. Na sequência, são observados os argumentos sobre a atuação Banco Central dentro do RMI: sua credibilidade, autonomia e transparência no objetivo de controlar a inflação. Por fim, será analisado o que estes economistas pensam sobre a abordagem heterodoxa.

O debate foi analisado num período de diversas experiências quanto às regras do NCM, tanto de flexibilização quanto de aprofundamento. Se por um lado houve testes para acomodação do crescimento e estabilização fora do RMI, por outro, houve intensificação e rigor nas contas públicas, com a justificativa de que serviria para melhorar a eficiência no controle inflacionário. A Nova Matriz Macroeconômica do governo Dilma, por exemplo, para os economistas ortodoxos, representou o fracasso intervencionista.

As críticas de Marcos Lisboa à Nova Matriz Macroeconômica contribuíram para o entendimento da análise ortodoxa sobre a condução fiscal mais flexível. Ela é tratada aqui por se relacionar com o RMI. Ao conceder entrevista à revista *Época* em março de 2016, questionado sobre alguma tentativa de mudança na condução da política econômica, Lisboa foi taxativo: as críticas à Nova Matriz Macroeconômica surgiram com os números da economia, que amargava um crescimento menor que 3%, apesar das desonerações e subsídios que, em sua visão, não foram somente maléficis para as contas públicas, foram também contraproducentes:

a tentativa de emplacar a chamada Nova Matriz Econômica. Refiro-me àquele discurso de que quando há uma crise lá fora é preciso proteger a produção doméstica com uma série de medidas tarifárias, com benefícios para alguns setores selecionados, como créditos subsidiados e desonerações. Com isso a gente iria estimular o investimento, o consumo, e a economia iria crescer mais. O governo, portanto, usaria seus recursos para gerar mais crescimento. Deu errado. Nos últimos cinco anos, o Brasil teve um desempenho bem pior que o da maioria dos países. O país, que cresceu 4% em média na década passada, está com uma recessão de 3%. Essa queda é culpa de nossas escolhas econômicas (Lisboa, 2016a).

Na mesma linha, Samuel Pessôa (2015) afirma que a política econômica adotada entre 2009 e 2014 coincidiu com o esgotamento do contrato social da redemocratização e foi responsável pela crise econômica. A Nova Matriz Macroeconômica, nesse sentido, não seria um plano de desenvolvimento, mas uma aventura intervencionista, que não tinha a ver com a social-democracia característica do PT. É o que afirma em artigo publicado em sua coluna na *Folha de São Paulo* em fevereiro de 2015: “a nova matriz econômica teve como elemento central tornar o setor público o principal protagonista no processo de desenvolvimento do país.” (Pessôa, 2015). Pessôa ainda argumenta que desonerações, fechamento da economia, novo marco regulatório do petróleo e recriação da indústria naval seriam exemplos de ações intervencionistas que nada tinham a ver com social-democracia, que significa, para ele, um “Estado grande”, provedor de seguros sociais básicos.

Em 8 de agosto 2016, quando o governo Temer propôs reformas para o cumprimento de metas fiscais, Pessôa publicou um artigo para a *Folha de São Paulo*, afirmando que existiam “privilégios” do serviço público que deveriam ser cortados em meio a situação crítica do

momento e ressalta sua indignação aos 14 projetos de aumento de salário desses serviços para aprovação no Congresso:

Foram aprovados ou estão próximo da aprovação pelo Congresso Nacional 14 projetos que aumentam salários de inúmeras carreiras do serviço público. Desnecessário dizer que, nas atuais circunstâncias de desemprego elevado e salário real em queda para o setor privado, é difícil justificar politicamente o tratamento privilegiado às corporações do serviço público, que gozam de estabilidade e de salários maiores aos pagos pelo setor privado (Pessôa, 2016a).

Para Pessôa, faltava entendimento por parte dos políticos, sobre a necessidade de contenção de gastos, já que a retomada da economia ainda se mostrava lenta e havia a iminência da inflação. Os gastos para custeio da máquina pública dificultavam a viabilidade de um controle fiscal e tornava letárgico o processo de ajustes:

Outra interpretação é que os políticos – num momento em que a economia ensaia retomada tímida e as expectativas inflacionárias e a própria inflação são cadentes – têm muita dificuldade de enxergar claramente o problema fiscal e consideram que a elevação da receita que virá com a recuperação será suficiente para arrumar a casa. Nunca faltarão economistas para defender essa tese. E, certamente, os políticos preferirão seguir esses economistas com mensagens mais auspiciosas (Pessôa, 2016a).

Em seu artigo ele deixa explícito que, caso o governo não faça ajustes fiscais, o mercado poderia reagir de forma negativa e punir pelo não cumprimento das metas fiscais, “assim, há risco real de termos que esperar alguma punição maior do mercado – como ocorreu com Joaquim Levy a partir de agosto do ano passado – ou o retorno da inflação para que a política pense de fato em arrumar a casa fiscal” (Pessoa, 2016a, online). Ainda no governo Temer, em artigo publicado no dia 16 de outubro de 2016, na Folha de São Paulo, Pessôa argumenta a necessidade de um teto de gastos que fosse condizente com o crescimento e inibidor da inflação:

Entre 1998 e 2010, a taxa média de crescimento da despesa primária (isto é, que desconsidera pagamentos de juros) real (deflacionada pelo IPCA) foi de 6, 5% ao ano. Entre 2011 e 2014, primeiro mandato da presidente Dilma, foi de 5, 6%. Para a receita real total da União, os números são de respectivamente 6, 8% e 2, 4%. Para o crescimento do PIB real nos mesmos períodos, 3, 2% e 2, 2%, respectivamente (Pessôa, 2016b).

Segundo ele, “a trajetória explosiva da dívida pública resulta de uma estrutura de gasto público que requer que este cresça, faça chuva ou faça sol, a uma velocidade maior do que o dobro do crescimento econômico” (Pessôa, 2016b). E continua: “aí encontra-se o desequilíbrio”. A ênfase no equilíbrio e na relação dívida/PIB é algo amplamente defendido pela ortodoxia e intrínseco às teorias walrasiana e ricardiana. Pessôa também participou da audiência pública sobre a PEC do congelamento da despesa pública no Senado, onde reafirmou seu posicionamento sobre o teto de gastos. Na matéria do canal de notícias do Senado, do dia 08 de novembro 2016, afirmou: “o que existe de anormal no comportamento das finanças públicas brasileiras não é o comportamento da receita, que tem acompanhado muito em linha o

crescimento da economia. O que é anormal é um crescimento extraordinário da despesa” (Pessôa, 2016b).

Lisboa também avaliava que a medida seria salutar para consolidar a transparência nas contas públicas: “é uma medida que traz mais transparência à política monetária e elimina ruídos que geram volatilidade no mercado no curto prazo. É algo que tira um pouco a flexibilidade do Executivo, mas que é positivo em termos de transparência” (Lisboa, 2014 online). A visão sobre o papel da política fiscal na condição de avalista da política monetária é perceptível na retórica de Lisboa. A credibilidade da política monetária, nesse sentido, dependeria de quanto o governo estaria disposto a aprofundar na austeridade fiscal:

Temos problemas estruturais que estão presentes e comprometem a capacidade da economia brasileira crescer de forma sustentável ao longo de vários anos. O Brasil não vai crescer como na década de 2000 vários anos seguidos. O que está se discutindo hoje não é a volta de um crescimento sustentável e sim uma recuperação da recessão. Tivemos uma grave crise no país por erros de política econômica, problemas estruturais e o que tenho dito sobre esse momento é que temos uma janela de oportunidades. Quando houve a troca de Governo, Michel Temer sinalizou um compromisso maior em acertar uma das pontas do problema que é a questão fiscal, e a chance do Brasil ter uma crise como a dos anos oitenta diminui. Com isso, o prêmio de risco cai, a taxa de juros cai e isso permite uma recuperação da atividade do emprego, permite que a gente recupere um pedaço do que perdemos nos últimos três anos de recessão. Não vai recuperar tudo, a renda per capita do Brasil caiu 10% (Lisboa, 2017a).

O teto de gastos para os economistas ortodoxos foi um marco para a política fiscal, mas outra questão apontada por eles era a necessidade de reformar a previdência. O modelo previdenciário brasileiro seria um grande obstáculo para a aplicação de qualquer modelo que tivesse centralidade na contenção de gastos e seria um grande empecilho para a eficiência do teto de gastos. O que pode se observar neste compilado de artigos sobre a questão fiscal é que as medidas adotadas até aquele momento eram insuficientes, pois as reformas deveriam ser mais profundas e requeriam menor participação do Estado no planejamento econômico, pois o intervencionismo custava caro para as contas públicas e estimulava processos inflacionários.

Lisboa (2017), de acordo com suas posições em artigos de revistas em entrevistas aqui citados, demonstrou grande preocupação com as contas públicas no período de 2011 a 2022. Ao abordar sobre a necessidade de controle de gastos em matéria para o jornal “O Globo”, Lisboa (2019) diz: “Ou é Previdência, ou é cortar gastos em saúde e educação, ou é nada” defendendo a Reforma da Previdência como alternativa mais eficiente de controle fiscal. A afirmação de que “o Brasil é um país estranho, onde houver folga pra gastar o gasto vira permanente” (Lisboa, 2017b, online). Na mesma linha, Pessôa afirma que no Brasil existe uma facilidade em infringir regras orçamentárias e compara o Brasil aos EUA no que tange rigor nas regras fiscais (Pessôa, 2019). Segundo ele, nos EUA Trump não construiu muro na fronteira

com o México porque o gasto não caberia no orçamento do tesouro norte americano. Para ele, o país respeita as regras fiscais já no caso brasileiro ele aponta a facilidade dos gastos afirmando que é possível retirar 500 bilhões e jogar no balanço do BNDES:

Donald Trump não consegue US\$ 4 bilhões para construir um muro na divisa com o México -, "aqui o presidente pega R\$ 500 bilhões e põe no balanço do BNDES", que faz o que quiser com esse dinheiro. O Congresso não fala nada a respeito. Mas, exatamente pelo fato de o cargo ser forte, quando o presidente brasileiro perde a capacidade de conversar com o Congresso, isso gera grave crise política. Nos EUA não acontece nada, o Estado para e a vida continua (Pessoa, 2019a).

O BNDES é considerado principal instrumento do intervencionismo brasileiro, já que marca um período em que protagonizou o planejamento da economia em que a ótica heterodoxa era majoritariamente presente nos planos governamentais. O banco, que foi criado dentro do escopo desenvolvimentista, possui em seu desenho institucional características que permitem um financiamento de longo prazo da economia.

Na visão ortodoxa, o intervencionismo estatal centraliza decisões que, em tese, deveriam ser dos mercados. A presença do Estado nesse sentido se reflete não só no gasto em si, mas também na administração de preços como é o caso do setor energético, na própria condução de créditos direcionados via instrumentalização do BNDES ou até mesmo na política de preços da Petrobrás que passou por mudanças.

A inflação na visão ortodoxa é resultado de uma economia que opera acima do ponto de equilíbrio, geralmente estimulada pelo governo a partir da demanda agregada. Com esse diagnóstico, a mínima intervenção do Estado colocaria “naturalmente” a economia em seu ponto de equilíbrio. Em entrevista para a revista *Época*, de março de 2016, Marcos Lisboa discorreu sobre os rumos errados da economia brasileira. Quando perguntado sobre os diagnósticos errados, ele cita o excesso de intervencionismo, sobretudo no setor elétrico, e o problema inflacionário:

Um deles propunha uma saída fácil para um problema difícil. A ideia era que, nos momentos de inflação elevada, não se podia fazer ajuste porque isso ia gerar desemprego. “Vamos optar pelo crescimento”, diziam, como se alguém fosse contra o crescimento. Mas essa opção entre crescer mais ou gerar mais desemprego é falsa. O dilema verdadeiro é “vou combater a inflação hoje, mesmo que com um pouco menos de crescimento, ou deixar isso para amanhã, com um custo muito maior?”. Ou seja, quanto de emprego estou disposto a abrir mão hoje para ter mais emprego amanhã? Durante toda a primeira metade desta década o Brasil se recusou a enfrentar a inflação. Ao invés de fazer esse combate como o mundo inteiro faz, reduzindo um pouco a atividade econômica, resolvemos ir por um caminho diferente. Podíamos subir um pouco os juros, mas optamos por segurar os preços da gasolina, fazer intervenção no setor elétrico, aceitar um pouco mais de inflação. Resultado: a inflação dos preços livres foi a 15%, o que machuca as famílias de baixa renda. Esses artificialismos puniram a economia. O Brasil ficou mais pobre e vai ter uma perda social grande por adotar essa estratégia populista de não enfrentar o problema (Lisboa, 2016a).

Quando indagado sobre o déficit de R\$ 140 bilhões do governo Temer e o não cumprimento da meta fiscal, em entrevista concedida ao El País no dia 16 de agosto de 2017a, Lisboa defendeu a eficácia do programa Bolsa Família, mas questionou a eficácia do BNDES e disse que o governo emprestou muito dinheiro a juros subsidiado ao banco, trazendo problemas fiscais:

Realmente é complicado. Você vai ter que discutir mais carga tributária, gastos obrigatórios, discutir reforma dos Estados. Não tem saída. Você tem que discutir o desenho da política pública. Há hoje uma profusão de políticas públicas no Brasil que não são avaliadas adequadamente. Em grande parte delas, já não sabemos o que funciona e o que não. Algumas, como o programa do Bolsa Família, sabemos que é muito eficaz. Já as políticas do BNDES não sabemos. O Governo emprestou muito dinheiro ao BNDES com taxas de juros subsidiadas, o crédito do banco cresceu várias vezes, e qual o resultado disso? A causa originária do problema é essa visão que cabe ao Estado liderar o crescimento, subsidiar investimento privado, e pior: sem avaliação e com muita pouca técnica. Isso custa, as políticas são caras. Foram dadas também muitas desonerações tributárias. Há setores que pagam muito pouco imposto no Brasil. Então é preciso rever essa estrutura tributária, as políticas públicas sociais, os recursos para os setores privados e fazer uma avaliação do que é eficaz. Esse é um processo longo que o país vai ter que enfrentar. Na verdade, já estamos enfrentando e estamos vendo a resistência (Lisboa, 2017a).

Além do BNDES, a Petrobrás também foi criticada por Lisboa por sua atuação nos preços dos combustíveis como meio de conter artificialmente a aceleração da inflação: “as agências reguladoras foram enfraquecidas e o governo passou a intervir atabalhoadamente em empresas estatais, como a Petrobras, e em certos setores, como o de energia, sem atentar para seus efeitos colaterais danosos” (Lisboa, 2022a).

Lisboa lembra do “fracasso” que foi o período de intervenções na Petrobrás que quase faliu a empresa e lembra também da promessa de baratear as tarifas de energia que resultou em um encarecimento nas tarifas de energia: “aparentemente, muitos esqueceram as intervenções desastrosas da última década, como na Petrobras, que quase levou a empresa à lona. No setor elétrico, a promessa de tarifa barata resultou em energia mais cara e mais escassa” (Lisboa, 2021, online). Apesar de crítico do governo Bolsonaro, Pessôa avaliou como positivo o legado de Paulo Guedes, destacando a melhora fiscal decorrente da reforma da previdência. A maior contribuição teria sido a estabilização e a liberalização que serviram para organizar a economia:

Penso ser importante considerar os legados, as condições de contorno e as heranças. O período foi antecedido por longo processo de arrumação de casa macroeconômica e de construção institucional, o período que chamei de estabilização e liberalização. Essa é a herança (Pessôa, 2022b).

Além da reforma da previdência, a contenção salarial, a redução de contratações de servidores públicos e o congelamento do salário-mínimo foram medidas positivas para a melhora fiscal:

Finalmente, se olharmos o gasto da União em 2022, ele será 0,5 ponto percentual do PIB (já considerando todo o gasto extra teto de 2022) menor que em 2018. Será a

primeira vez desde a redemocratização que um presidente lega para si mesmo ou para seu sucessor um gasto menor que o herdado do governo anterior. Houve, portanto, nos últimos anos, inequívoca melhora fiscal. Ela foi obtida com reforma da Previdência; contenção salarial no serviço público, menos contratações de servidores, correção do salário-mínimo somente pela inflação, entre outras políticas. Trata-se de melhora fiscal real e estrutural (Pessôa, 2022b).

E reforça que os problemas no orçamento foram “demandas justas” no momento pandêmico, da qual forçaram o governo a desequilibrar as contas para atender demandas como auxílio emergencial e a implementação da lei Aldir Blanc, que previa concessão de auxílio aos artistas que tiveram prejuízo na pandemia.

Em janeiro de 2023, Pessôa publicou um artigo em que avaliou a possibilidade de pleno emprego com inflação e afirmou que, no Brasil, o desemprego se reduziu no final de 2022, mas ele atribui a redução à reforma trabalhista do governo Temer. No entanto, lembra que as experiências latino-americanas e europeias foram incapazes de demonstrar uma situação de pleno emprego sem acelerar a inflação:

Uma aproximação do desemprego estrutural é dada pela média da taxa de desemprego em um horizonte largo de tempo. Entre 1996 e 2013, o desemprego médio no Brasil foi, segundo dados da Pnad Contínua, de 9,7%. Com a reforma trabalhista do governo Temer, é possível que a taxa de desemprego estrutural tenha caído para algo mais próximo de 8%. Ainda não temos dados suficientes para medir. De qualquer forma, e a partir da experiência dos países latinos da Europa, não há nada de estranho em uma taxa de desemprego que não acelere a inflação na casa de 8% (Pessôa, 2023).

Uma questão bastante discutida no meio acadêmico surgiu no debate público brasileiro durante período analisado, especialmente após a aprovação da lei complementar 123/2021: a independência do BC. Para economistas ortodoxos, a exitosa experiência no controle da inflação com a utilização do RMI, e o próprio redesenho da política monetária, cada vez menos ligada ao executivo e ao congresso, trouxeram resultados relevantes para credibilidade da instituição e conseqüentemente para o controle da inflação. Outro ponto que endossa os argumentos ortodoxos é a base teórica em que se sustenta, já que, na abordagem do NCM, a independência do BC é um ponto crucial para atender as expectativas dos agentes econômicos.

Na matéria sobre independência do BC, publicada no Valor Econômico, no dia 24 de abril de 2014, Pessôa afirmou que já sabia que o BC estava entre os dez BCs mais autônomos do mundo entre 25 países e que a independência formal não seria uma prioridade. No entanto, advertiu para a redução dessa autonomia no governo Dilma, quando houve uma redução brusca dos juros. Em artigo de opinião para revista do IBRE, da FGV, Pessôa exemplifica o ciclo de redução de taxa de juros do BC em 2012 como uma estratégia errática não só por conta da decisão na redução da SELIC, mas também pelo não alinhamento com a sociedade. Para Pessôa,

não bastaria um BC independente, seria preciso que a sociedade avalizasse o BC no sentido de manter o compromisso com o controle da inflação:

Essa constatação parece indicar, à primeira vista, que sempre é melhor ter um Banco Central com independência operacional em lei. Mas essa é uma conclusão equivocada. Para que a autonomia do BC funcione, é preciso que a sociedade esteja de acordo com a forma de operar da política monetária e com o objetivo de se manter a inflação baixa (Pessoa, 2014).

A colocação de Pessoa ratifica a ideia de que a estabilização deve ser um compromisso de toda a sociedade e o BC deve operar de acordo com essa demanda da sociedade por inflação baixa. Lisboa (2016), também favorável à independência do BC, destacou o problema de comunicação da autoridade monetária durante o governo Dilma:

o que surpreendeu é a maneira como o BC conduziu; conseguiu desagradar todos. Política monetária não se resume a definir juros, inclui a coordenação de expectativas. E o BC está tendo uma comunicação errática. Quanto menos eficiente é a comunicação, mais difícil e custoso para o país é manter controle da inflação (Lisboa, 2016b).

Conforme Lisboa (2016b) a política monetária deve ter credibilidade e, naquela altura, sugeria a abertura de um debate sobre a independência plena do BC, com o argumento de que, quanto mais distante dos governos, maior seria a eficiência do controle inflacionário.

No entanto deixa claro que a independência do BC não significaria criar um quarto poder na República. Em março de 2018, publicou um artigo intitulado “Vamos conversar sobre a autonomia do Banco Central?” e matizou a ideia de um poder independente ao afirmar que: “A autonomia não se resume à gestão dos instrumentos, como a fixação da Selic, para cumprir essas diretrizes. Em caso de fracasso recorrente, o governo pode aceitar as explicações dos diretores do BCB ou optar pela sua demissão, desde que com a anuência do Senado” (Lisboa, 2018, online).

No mesmo artigo, Lisboa acenou para a independência do BC ao caracterizar o governo Dilma como um experimento intervencionista desastroso e maléfico para a população: “o país pagou caro pelo experimentalismo do governo Dilma, com a disseminação dos créditos subsidiados, a tentativa fracassada de fortalecimento de algumas estatais e as intervenções setoriais desastradas” (Lisboa, 2018). Essa nova estratégia econômica teria minado a credibilidade da política monetária, essencial para o controle da inflação:

A combinação explosiva de incompetência técnica com voluntarismo desenfreado contaminou a política monetária. O governo tentou controlar a inflação intervindo nas tarifas de transporte e nos preços dos combustíveis e da energia. A tese tinha a leveza das conversas de botequim: controla-se a inflação evitando-se o aumento dos custos. Deu tudo errado. A inflação continuou alta e as medidas tiveram o dano colateral de fragilizar a Petrobras e as empresas de energia, prejudicando o investimento (Lisboa, 2018).

Quanto às evidências sobre a relação entre controle da inflação e independência do BC, Lisboa foi enfático: “A. C. Garriga, em “*Central Bank Independence in the World*”, sistematizou o grau de autonomia dos bancos centrais em 182 países. O resultado não parece ruim. Existe uma correlação entre maior autonomia e menores taxas de juros e de inflação” (Lisboa, 2018).

Por fim, Lisboa indagou sobre a possibilidade de aprofundar na discussão da independência do BC apontando a experiência malsucedida do governo Dilma: “será que depois da lição cara dos experimentalismos recentes conseguiremos discutir com o cuidado necessário a autonomia do Banco Central?” (Lisboa, 2018). Nesse aspecto, ele acertou, pois a independência do BC foi aprovada pelo parlamento e sancionada pela presidência em 2021.

Os economistas ortodoxos geralmente defendem as diretrizes do NCM, seja de maneira direta, seja de maneira indireta. No Caso de Pessoa e Lisboa seus argumentos geralmente estão embasados nas teorias que servem de referência para estas diretrizes. Quando mencionam o período de Lula em seu primeiro governo, mais precisamente entre 2003 e 2006, justamente no período em que o primeiro governo de Lula mais seguiu os manuais do mainstream ou quando citam os governos FHC como parâmetro de governança e política econômica expõe suas predileções pelo NCM.

O RMI, também é indubitavelmente pauta inegociável para esses economistas, pois como visto, sempre ressaltam a eficiência no combate à inflação após a implementação do regime, para eles a maior eficiência ocorre no aprofundamento das regras do NCM que seria a partir da independência do Banco Central reduzindo assim as chances de intervenção por parte do governo e aumentando a credibilidade diante das expectativas dos agentes. Outro ponto fundamental, para estes economistas é a função da política fiscal na busca pela credibilidade da política monetária, uma vez que a segunda só terá efetividade e eficiência se a primeira seguir um rigor nos gastos e alcançar as metas fiscais estabelecidas. Portanto são favoráveis à visão convencional por 4 motivos: I) utilizam uma base teórica novo clássica – autonomia e previsibilidade da política monetária de acordo com expectativas racionais – II) utilizam de uma base empírica que são amplamente utilizadas mundo afora e bastante defendida entre os ortodoxos; III) associam controle da inflação ao controle do gasto público (déficit fiscal seria causa do aumento da inflação e, conseqüentemente, dos juros); IV) defendem que a redução do déficit se dá pela redução do intervencionismo.

#### 4.4.2.3 Heterodoxos: defesa da intervenção do Estado na economia e crítica ao RMI

Agora a pesquisa analisa a ótica dos economistas heterodoxos sobre as políticas de estabilização adotadas entre 2011 e 2022, e seus efeitos sobre a economia brasileira. Primeiro, analisa-se seu posicionamento sobre a eficiência do RMI e a condução da política monetária, a partir das regras do NCM. Aborda-se ainda sua avaliação sobre os efeitos das políticas de estabilização utilizadas sobre a atividade econômica. De maneira geral, economistas heterodoxos enxergam a inflação como um problema intrínseco do processo de desenvolvimento econômico, uma vez que o conflito distributivo tende a ser mais intenso nos primeiros estágios desse processo.

Portanto, a estabilização distribuir deve comprometer o desenvolvimento econômico e a distribuição de renda. É uma tarefa difícil quando se trata de um país cujo histórico de inflação não permite arriscar mudanças de regras especialmente quando demonstram aparente sucesso, como o RMI. Mesmo assim, esses economistas se esforçam para mostrar como medidas de estabilização de cunho ortodoxo podem representar um entrave para o desenvolvimento e uma fragilização das contas públicas, significando um sacrifício alto demais para o conjunto da população.

Luiz Fernando de Paula (2013), por exemplo, é um economista crítico do RMI como revela em matéria publicada no dia 18 de março de 2013 no Valor Econômico, na qual fala sobre a inflação e sua trajetória assimétrica apesar do RMI. Nem sempre a alta dos juros é o remédio certo para controlar a inflação como ilustra o seu raciocínio sobre as causas do aumento da inflação em capitais nordestinas naquele ano. Uma seca e a política de transferência de renda explicariam a elevação do IPCA e, portanto, um aumento dos juros não seria a melhor ferramenta para combater a inflação, já que penalizaria a população mais pobre e não amenizaria os efeitos de um problema climático. Em outras palavras, é uma crítica à aplicação monotemática da política monetária no combate à inflação, seja qual for a sua causa.

O economista reforça sua opinião na entrevista concedida ao Valor Econômico, em 18 de março de 2013, quando defendeu a recomposição salarial, como parte do processo de ganho real das rendas e a possibilidade de uma acomodação de uma inflação maior:

o governo fez uma opção pela recomposição dos salários de base e a economia não quebrou, como diziam que aconteceria. Por outro lado, há efeitos colaterais, e um deles é que se quiserem manter essa política, será preciso acomodar inflação maior (Paula, 2013).

Na ótica heterodoxa, existem diversas formas de lidar com a inflação dependendo da situação, mas nenhuma delas deve ser tratada de forma rígida, já que uma economia

subdesenvolvida aquecida também é sinônimo de algum nível de inflação. Para Paula (2015), o RMI seria no mínimo questionável por não necessariamente controlar a inflação e ainda criar entraves para o crescimento econômico e a distribuição de renda. No dia 2 de maio de 2014, no Valor Econômico, ele falou sobre o debate acerca da possibilidade de flexibilização ou aprofundamento do RMI. Sua posição foi favorável à flexibilização, citou a experiência internacional para questionar a eficácia do RMI e indicou regimes de controle de câmbio, como o dos países asiáticos, como uma alternativa para controlar a inflação sem prejudicar o crescimento econômico.

Oreiro (2014a) também criticou o rigor do RMI no Brasil e defendeu sua flexibilização. Na mesma matéria do Valor Econômico, Oreiro (2014a) levantou o problema da credibilidade do RMI: "é melhor ter meta maior e que você sabe que vai cumprir do que ter uma meta só para inglês ver. Ao adotar uma meta de médio prazo, o governo voltaria a ter credibilidade sem perder flexibilidade". Ele também apontou a política cambial asiática como alternativa, assim como Luiz Fernando de Paula.

No dia 10 de janeiro 2014, Oreiro publicou um artigo de opinião no qual falou sobre o tripé macroeconômico e afirmou que sua implementação no Brasil, em 1999, objetivou basicamente a estabilização da economia a redução da relação dívida pública/PIB e o controle da inflação, quando deveria ter considerado o resultado do balanço de pagamentos. Para Oreiro, esse arranjo de política econômica cumpriu seus objetivos, mas sacrificou crescimento econômico:

O tripé [...] não foi desenhado para viabilizar as condições macroeconômicas necessárias para o crescimento sustentado da economia brasileira. Em particular, o tripé se mostrou compatível com a obtenção de uma poupança pública negligenciável ou negativa, com a deterioração crescente da competitividade externa da economia brasileira em função da apreciação crônica da taxa real de câmbio e com a manutenção da taxa de inflação acima de 5% ao ano na média do período 2003-2012. A combinação entre poupança pública baixa ou negativa, câmbio apreciado e inflação superior à média internacional resultaram numa taxa de investimento em torno de 18% nos últimos anos, valor esse compatível com um crescimento não-inflacionário do PIB abaixo de 3% (Oreiro, 2014b).

Apesar das constantes críticas em matérias midiáticas e produções acadêmicas os economistas da linha de pensamento heterodoxo demonstravam certa descrença numa guinada na condução da política monetária. Em matéria publicada na Carta Capital, em setembro de 2014, Paula fala sobre o fracasso do governo Dilma e a possibilidade de aprofundamento de modelos ortodoxos, demonstrando-se incrédulo quanto a qualquer mudança no RMI:

estou pessimista com esta ideia de que o simples canto da sereia, a volta do livre mercado, vai resolver tudo no Brasil. Isso já foi tentado no governo FHC e não deu certo, a economia ficou muito vulnerável, se desindustrializou, desnacionalizou, houve apagão. A visão predominante é que a intervenção do Estado impede o Brasil

de crescer. Tenho críticas ao governo Dilma, pois fez um intervencionismo a meu juízo atrapalhado e mal coordenado, mas não acho que a alternativa “Deus Mercado” vai ser a panaceia (Paula, 2014a).

Oreiro considerou 2014 um ano difícil no âmbito econômico para o governo Dilma Rousseff. A então presidente implementava, naquele momento, uma agenda econômica de maior austeridade fiscal e rigor nas metas de inflação. Em artigo publicado no dia 8 de dezembro de 2014, no Valor Econômico, Oreiro (2014) descreveu como “complicada” a agenda econômica do governo e o encerramento do mandato de Dilma, dizendo que seus resultados foram no mínimo insatisfatórios:

A presidente Dilma Rousseff vai iniciar o seu segundo mandato em primeiro de janeiro de 2015 com uma agenda econômica bastante complicada. O seu primeiro mandato se encerra com um crescimento econômico pífio, próximo de 0% para o ano de 2014 e abaixo de 2% para a média do período 2011-2014, com a taxa de inflação teimosamente no teto do regime de metas, com um déficit em conta corrente do balanço de pagamento caminhando para 4% do PIB e com um déficit nominal de quase 5% do PIB para o setor público consolidado. Deve-se ressaltar, no entanto, que a desaceleração do crescimento nos últimos quatro anos foi acompanhada por uma redução, não por um aumento, da taxa de desemprego; o que sinaliza, de forma inequívoca, para uma redução da taxa potencial de crescimento da economia brasileira (Oreiro, 2014c).

A contração monetária de 2014 foi vista pelos heterodoxos como uma medida benéfica apenas ao rentismo. Em matéria publicada na Carta Capital, em 7 de dezembro de 2014, Paula faz duras críticas ao rentismo e à política de manutenção de juros elevados. Sua insatisfação na escolha de uma política mais contracionista se expressou assim:

O problema essencial, no Brasil, é como desestimular o comportamento rentista dos agentes (bancos, firmas e famílias), que faz com que auferam boa parte de sua receita a partir de ganhos financeiros favorecidos por juros elevados em contexto de títulos de curto prazo. Sair do rentismo para o produtivismo é o desafio a ser ainda enfrentado (Paula, 2015).

Paula (2015), em matéria publicada na revista Carta Capital, no dia 20 de setembro de 2015, reforçou sua crítica à eficiência do RMI no controle da inflação: “as evidências de que regimes com metas de inflação têm melhores resultados são inconclusivas” (Paula, 2015, online). E ressaltou que o prazo de um ano para atingir a meta, adotado pelo Brasil, é seguido por poucos países no mundo: “muitos deles usam metas de dois anos. Há certa rigidez aqui” Paula (2015).

Em entrevista ao jornal O Globo, em 6 de janeiro de 2016, Belluzzo também avaliou o desempenho do segundo governo Dilma, criticando a política de austeridade de Joaquim Levy. Em consonância com os outros economistas mencionados, ele argumentou que o obstáculo real à economia brasileira é fazer ajustes fiscais em momento de queda do PIB:

Difícilmente, com essa queda violenta do PIB, você vai conseguir fazer o ajuste fiscal. Há uma espécie de consenso de que é preciso acertar as contas primeiro. O pessoal

aplica essa noção de economia doméstica, não pode. Foi o que aconteceu com a Dilma, ela ficou assustada com a pressão dos mercados financeiros, chamou o (Joaquim) Levy e eles fizeram o ajuste. Deu resultado? Não. Quando eu vi que o Brasil ia fazer um ajuste dessa maneira simplória e ajudado ainda pelo choque de juros, que está levando a dívida pública aos píncaros, sem ter algum elemento de crescimento... sem crescer não vai acontecer nada. Não acontece nada. Você no máximo pode não cair rapidamente, como está agora. O Nelson Barbosa tem uma tarefa muito dura que é de conseguir isso sem deixar que o mercado comece a se comportar como (se houvesse) uma ameaça de rompimento (Belluzzo, 2016).

Paulo Gala (2021) enfatiza o dilema entre crescimento econômico e inflação enfrentado pelo BC. Um dos problemas do RMI, em sua visão, é obrigar a autoridade monetária a elevar os juros mesmo num contexto desfavorável à atividade econômica. Em matéria publicada na revista Exame, no dia 27 de janeiro de 2021, ele apresentou assim a questão:

O BCB enfrenta um grande dilema. Não deveria subir os juros porque atividade econômica está uma catástrofe, mas deveria porque a inflação superou a meta e está em trajetória complicada. Na nossa visão, a Selic vai caminhar para 3, 5% e a inflação irá convergir para 3, 5%, com juro real ficando estacionado em zero (Gala, 2021).

Na mesma linha, mas enfatizando o lado fiscal, Paula (2019), em matéria publicada na Carta Capital, diz que o Brasil não consegue se proteger das crises nem se desenvolver pela escolha de criar mecanismos que impedem movimentos contracíclicos:

ele [o Brasil] está preso à armadilha que colocou: ao impor um teto real de gastos, mais regra de ouro do endividamento público, mais meta de superávit fiscal, impede o uso de instrumentos fiscais contracíclicos justamente quando são mais necessários [...] não só tais instrumentos ficam impossibilitados de serem usados como o próprio funcionamento de programas de governo é inviabilizado. Isso em parte se deve ao fato de se usar política fiscal contracionista em um quadro em que as receitas fiscais estão praticamente estagnadas. Nessas condições, o ajuste fiscal acaba por se revelar extremamente danoso e mesmo contraproducente. É uma política autodestruidora (Paula, 2019).

Em artigo publicado no Valor Econômico, no dia 26 março de 2021, Paula e Oreiro falaram sobre o iminente aumento da taxa Selic e explicaram o comportamento do IPCA destacando o aumento dos preços principalmente dos alimentos e bebidas. Contudo, deixavam claro que não se justificaria o aumento da taxa de juros para aquele período. É nesse sentido que sugerem um alongamento no horizonte de tempo de convergência da inflação cheia<sup>34</sup> em um prazo de dois anos para acomodar a inflação sem necessariamente subir juros e prejudicar ainda mais a atividade econômica:

quanto à alta recente do IPCA, cabe destacar que a elevação da média móvel dos últimos 12 meses do IPCA foi resultado principalmente da elevação extraordinária dos preços de alimentos e bebidas. Já as medidas de núcleo de inflação (aparadas sem suavização e excluindo alimentos e preços monitorados) mostram uma inflação bastante comportada e baixa, compatível com uma economia que opera com enorme capacidade ociosa. Dados os efeitos secundários da recente aceleração inflacionária,

<sup>34</sup> Conforme o BCB (2000), o índice cheio de inflação é o índice que mensura a variação de preços considerando todos os valores contidos nos produtos/serviços da economia, sem considerar itens passíveis de choques como ocorre com índice do núcleo.

uma opção para acomodar tais efeitos seria alongar o horizonte de convergência da inflação cheia, digamos para dois anos, evitando sacrificar excessivamente a atividade econômica, já bastante anêmica. Tempos excepcionais requerem medidas excepcionais (Paula; Oreiro, 2021).

Um ponto importante sobre a alta dos preços dos alimentos que reacendeu as discussões sobre a flexibilização das metas é que no período em que as exportações de *commodities* subiram por conta do conflito da Rússia e Ucrânia, ocorreu o desmonte do CONAB e a política de estoques públicos de alimentos. Assim, o governo perdeu a capacidade de barganha nos preços dos alimentos. Com os preços dos combustíveis ocorreu uma situação similar com uma escalada de alta após o PPI. Por essas razões a heterodoxia enxerga alternativas fora do RMI para conter a subida de preços em produtos específicos. Uma das alternativas apresentada pela heterodoxia é flexibilizar o RMI estabelecendo uma meta que considere o núcleo da inflação, e não o índice cheio, ou ainda, que alongue o horizonte de tempo para o seu cumprimento, como em algumas experiências internacionais.

Além dos juros, na ótica heterodoxa, outro problema que faz parte da política de controle de inflação é a flutuação cambial, pois, em certas circunstâncias, ela expõe a moeda à especulação, que passa a operar como mecanismo de transmissão inflacionária. Sobre esse assunto, Paula (2021) falou sobre a nova lei cambial aprovada em 2021 como proposta do governo para facilitar a conversão da moeda. No dia 21 de janeiro de 2022 publicou, com Filipe Vieira e David Salomão, um artigo para o Valor Econômico em que aborda a lei 14. 286, que pretendeu simplificar transações com o exterior. Apesar do estímulo ao comércio exterior e ao investimento estrangeiro propiciados pela simplificação, os economistas apontaram a possibilidade de um problema de dolarização, pois o objetivo da conversibilidade monetária poderia ensejar uma exposição ainda maior à volatilidade de câmbio:

Importante destacar que o Brasil é um dos países que têm a maior volatilidade cambial no mundo, o que gera tanto problemas para as decisões empresariais de investimento produtivo quanto do ponto de vista da política de estabilização de preços, dado os efeitos do repasse cambial sobre os preços domésticos. A nova lei cambial poderá contribuir para ampliar ainda mais a volatilidade da taxa de câmbio no Brasil. No limite o aumento da demanda por moeda estrangeira no Brasil poderá gerar uma tendência de dolarização da economia, levando a uma situação de instabilidade macroeconômica como vivida pela nossa vizinha Argentina, onde há uma forte preferência por dólares nesses momentos (Paula, 2022).

Sobre a volta do rentismo depois de um ciclo de baixa na taxa de juros em função da pandemia, Oreiro deixou evidente sua opinião acerca da manutenção do sistema de juros altos. Ele apontou para certa condescendência com os elevados gastos o serviço da dívida pública. Em artigo publicado na revista Política Democrática Online, de 15 de novembro de 2021, ele escreveu:

Contudo, essa expectativa [de manutenção de juros baixos depois da pandemia] se demonstrou incorreta. Em função de uma série de choques de oferta ocorridos no Brasil (pior regime de chuvas nos últimos 90 anos) e no resto do mundo (interrupção das cadeias mundiais de fornecimento de insumos devido ao covid-19), a inflação no Brasil e no resto do mundo começa a se acelerar a partir do início de 2021. Enquanto os Bancos Centrais dos países desenvolvidos (FED, BCE, BOE e BOJ) interpretaram a aceleração inflacionária como um fenômeno temporário num ambiente ainda marcado por elevadas taxas de desemprego, mantendo inalteradas suas taxas de juros; o BCB inicia um ciclo de elevação da Selic, levando-a ao patamar de 7,75% a. em outubro de 2021 (Oreiro, 2021).

Paula e Oreiro (2021) advertiam que um aumento na Selic provocaria um aumento da dívida pública e tal movimento forçaria o governo a fazer mais um ajuste fiscal. Ademais, segundo eles, isso afetaria também o caixa das empresas e utilizam da ótica keynesiana e a abordagem de Minsky para explicar tais malefícios para a dívida pública e para as empresas:

As consequências de elevação na taxa Selic — especula-se que chegue a 4,5-5,0% neste na DBGG. De outro, levará a um processo de fragilização financeira das firmas brasileiras à la Minsky ano — se farão sentir de várias maneiras, contribuindo para desacelerar ainda mais a atividade econômica do país. Por um lado, resultará num aumento dos custos financeiros da dívida pública, o que irá colocar pressão para que o governo redobre os esforços de ajuste fiscal, segundo dados do BCB sobre elasticidades da dívida líquida do setor público (DLSP) e da dívida líquida do governo geral para janeiro de 2021, um aumento de 1,5% na taxa Selic resulta num aumento de R\$ 49,5 bilhões na DSLP e de R\$ 47,7 bilhões (Hyman Minsky, 1919-1996, economista americano pós-keynesiano), em função do impacto da elevação nos juros sobre rolagem de dívidas vis-à-vis a capacidade de geração de fluxos de caixa em uma economia que já está debilitada (Paula; Oreiro, 2021).

O diagnóstico heterodoxo das crises pós-Real que o Brasil vem enfrentando tem relação direta com o rigor das regras do NCM a que o país se submete. Para esses economistas, os obstáculos são postos pela própria interpretação da inflação brasileira vista pela ortodoxia como um problema relacionado a estímulos populistas à demanda. Para economistas heterodoxos, os fatores são bem mais complexos. Desconsiderar a inflação estrutural, cuja natureza tem a ver com o estágio de desenvolvimento do país, significa errar no tempo e no espaço, uma vez que negligenciar a estrutura e utilizar medidas para situações conjunturais que não resolvem mazelas históricas têm alto custo social e pouca eficácia.

Outro argumento é que não se pode aplicar ao Brasil as mesmas regras de países desenvolvidos. Erros de diagnóstico podem ter custos elevados para a sociedade, como o desemprego, por isso seria inadequado RMI brasileiro, centrado apenas nas metas inflacionárias, sem meta alguma de geração de empregos. No dia 27 de maio de 2022, em artigo na Carta Capital, Belluzzo avalia a inadequação do aumento de juros pelo BC, dentro do RMI, para combater uma inflação gerada pelo aumento do preço internacional das *commodities*, seria como tratar um problema estomacal com remédio para dor de cabeça:

A inflação do petróleo e dos alimentos voltou com força redobrada e bate forte no lombo dos cidadãos. Na ausência de uma política de coordenação da oferta — mediante

estoques reguladores para as commodities agrícolas e fundos de estabilização para o petróleo –, os Bancos Centrais recorrem à elevação da taxa de juros para debelar a inflação. Mal comparando, isso equivale a tratar um desconforto estomacal com um forte analgésico para dor de cabeça. Tão forte que o paciente desaba nos braços de Morfeu (Belluzzo, 2022).

“Nesse cenário de juros real negativo existe uma migração muito forte de recursos para a renda variável” disse Gala (2021a) em matéria para o jornal “Exame” em janeiro de 2021, afirmando que não existia possibilidade de queda de investimento só por conta de políticas assistenciais para o período pandêmico, para ele o cenário daquele ano continuava atrativo diante de qualquer alarme midiático por conta do aumento dos gastos. Em matéria para a Carta Capital, em abril de 2021, Gala falou sobre as perspectivas para os próximos anos: “a mídia não gosta de falar nesses termos, nem o Banco Central, mas a verdade é que estamos vivendo uma depressão econômica no Brasil” (Gala, 2021b). E um dos problemas seria justamente a atuação do BC brasileiro: “Estão despencando as vendas de todos esses bens. Este e outros indicadores mostram que a economia está se dissolvendo, o avião não consegue levantar voo, está de novo caindo” afirma Gala (2021b).

O próprio Banco Central vê-se obrigado a mudar um pouco de ideia em relação ao RMI. Como visto, economistas heterodoxos são invariavelmente críticos do RMI, seja por significar um entrave ao crescimento, seja pelas implicações cambiais que dificultam a atividade da indústria ou até mesmo provocam desindustrialização. Por isso, a busca por alternativas ao RMI não seria condição suficiente para que o Brasil possa superar o baixo crescimento, seria preciso buscar o desenvolvimento por meio do Estado como principal investidor de projetos industriais. Em síntese, a para os economistas analisados neste trabalho, a política de estabilização ortodoxa impõe um sacrifício elevado demais para a economia e a sociedade brasileiras e, à luz da experiência, sua eficiência no controle inflacionário é questionável.

#### **4.4.3 Considerações finais sobre o capítulo 4**

Pode-se dizer que a inflação sempre ocupou um espaço importante nos debates econômicos no Brasil. As discussões que surgiram com Gudin e Simonsen nos anos 1940 e, posteriormente, com Celso Furtado e a interpretação estruturalista moldaram as discussões entre os chamados liberais e desenvolvimentistas.

Entre a década de 60 e início da década de 80 o desenvolvimentismo permaneceu como guia da política econômica, muito embora algumas agendas programáticas tenham sido caracterizadas como conservadoras pela baixa distribuição de renda e o formato a partir de endividamento externo. A combinação de baixo crescimento e o aumento da inflação fizeram

com que a economia brasileira perdesse uma década de crescimento e distribuição de renda a partir de 1980. Entre os meados das décadas de 1980 e 1990, a principal preocupação dos economistas brasileiros era a inflação e eles contribuíram muito para a construção do conhecimento sobre o assunto tanto em termos teóricos, como práticos, com a ideia da inflação inercial e a execução de diversos planos de estabilização. Como se sabe, foram várias as tentativas até o plano Real. A partir de 1999, com a adoção do RMI, no contexto do NCM, o debate entre economistas heterodoxos e ortodoxos sobre a política de estabilização foi retomado.

Entre 2006 e 2010, houve uma “trégua” dado o cenário econômico mais favorável, que permitiu a manutenção da política econômica adotada, sem sobressaltos na economia e com manutenção de lucros, ganhos salariais e investimento. Em 2011, entretanto, passado bom momento dos preços das *commodities*, o crescimento já começa uma trajetória de queda. Isso coincidiu com a adoção da NOVA MATRIZ MACROECONÔMICA adotada no governo Dilma, que afrouxou metas fiscais e a própria condução do BC em relação ao RMI. A retomada da austeridade em 2016 não trouxe credibilidade ao seu segundo governo, nem melhorou a situação econômica do país, sendo criticada tanto por ortodoxos quanto por heterodoxos.

Os governos Temer e Bolsonaro seguiram uma orientação ortodoxa em termos de política econômica. Austeridade fiscal, rigor nas metas de inflação, presidentes do BC conservadores e geralmente ligados ao mercado financeiro, fizeram parte do arsenal utilizado por esses governos para controlar a inflação. Se o período da NOVA MATRIZ MACROECONÔMICA não trouxe resultados para o crescimento durante o governo Dilma, o RMI, no período de 2011 a 2022, também não conseguiu conter totalmente as pressões inflacionárias, em especial a alta nos preços dos alimentos e combustíveis. O dilema entre crescimento ou inflação levou à retomada do debate sobre flexibilizar ou aprofundar as políticas de estabilização convencionais.

Conjecturas, argumentos técnicos e aspectos simbólicos foram necessários para convencer a sociedade da necessidade de manutenção das regras adotadas e lembrar os perigos da inflação vivenciados nos anos 80. A mídia teve papel fundamental na disseminação dos argumentos no espaço público e economistas buscaram ocupar esse espaço midiático para defender suas posições sobre a conjuntura macroeconômica. Ficou evidente na pesquisa que economistas ortodoxos ocuparam maior espaço na mídia tradicional, como jornais de grande circulação, enquanto heterodoxos difundiram seus argumentos por meio da mídia alternativa e de publicações acadêmicas.

Nesta pesquisa, os principais aspectos relacionados ao controle da inflação levantados por economistas ortodoxos foram os seguintes: I) a manutenção do RMI; II) a independência do BC; III) o rigor nas metas fiscais (teto de gastos e reforma da previdência); a IV) flutuação de preços administrados. Todos esses aspectos foram compilados a partir dos argumentos desses economistas cuja interpretação das causas da inflação brasileira, em linhas gerais, está associada ao nível de intervenção do Estado no sentido de estimular a demanda. Além de não propiciar resultados consistentes em termos de crescimento, essa intervenção provocaria também inflação dada a perda de credibilidade da política monetária.

Já os principais aspectos levantados por economistas heterodoxos foram: I) a flexibilização do RMI; II) uma política fiscal com maior liberdade da política monetária; III) um BC que objetive inflação e emprego; III) redução na taxa de juros; IV) preços administrados, fundos de compensação inflacionária e regulação de estoques de alimentos para reduzir os efeitos da inflação. O estudo do debate público brasileiro sobre as metas de inflação entre 2011 e 2020 é importante porque, de algum modo, influência ou aponta os caminhos para as ações ou inações do Estado, mas talvez o mais notável nessa discussão seja a resiliência do RMI e a hegemonia da economia política da estabilização alinhada ao NCM.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com a derrocada da teoria keynesiana na década de 1970, no contexto do estagflação nos países desenvolvidos, os economistas críticos do keynesianismo encontraram nessa conjuntura razões para revisitar as teorias clássicas que enxergavam o intervencionismo estatal como um problema para a economia das nações. Coube a Friedman, e os economistas da escola monetarista, reformularem a teoria clássica aplicada àquela conjuntura de estagflação. Com elementos clássicos como neutralidade da moeda e a utilização da curva de Phillips modificada, Friedman formulou sua teoria que explicava a inflação por meio das expansões monetárias.

A partir desse momento o *mainstream* passou a justificar teoricamente a definição de um objetivo único para a autoridade monetária, a saber, o controle da inflação.

A hipótese de que a política monetária deveria se distanciar do viés inflacionário do governo e interferir o mínimo possível na dinâmica natural da economia, recomendações fundamentadas na escola Novo-clássica e no pressuposto das expectativas racionais, orientou a atuação de bancos centrais em diversos países, justificando inclusive a defesa da independência do BC em relação ao governo. Desse contexto teórico, surgiu o chamado NCM e, como parte fundamental dele, o RMI.

Como apresentado neste trabalho, o RMI foi adotado em diversos países com diferentes níveis de desenvolvimento. Tais experiências causaram controvérsias entre economistas defensores e críticos do RMI. A análise de sua aplicação em economias desenvolvidas e subdesenvolvidas teve como objetivo observar de forma detalhada seus efeitos sobre a inflação e o nível de emprego.

Nos primeiros anos da década de 70, os choques de petróleo abalaram os países, por um lado, e concentraram capital, de outro. Os petrodólares acumulados foram direcionados para países cuja estrutura financeira era mais avançada e os grandes bancos dos países mais desenvolvidos passaram a reter capital e emprestá-los aos países subdesenvolvidos. Nesse contexto, a década de 70 foi decisiva para a nova ordem econômica mundial, ao produzir ataques especulativos contra moedas nacionais e fragilizar as contas públicas por meio do endividamento externo. Para controlar a inflação, países como Nova Zelândia, Reino Unido e Canadá passaram a utilizar o RMI. O fim das âncoras cambiais e a adoção de metas de inflação a partir de um índice para mensurar a inflação e persegui-la a partir da taxa de juros passou a ser uma realidade para a política monetária desses países.

A natureza da crise era outra para países subdesenvolvidos como Chile, Brasil e México. Na década de 1980, eles estavam endividados em moeda estrangeira e a alta volatilidade do

capital os forçava a aumentar a taxa de juros, comprometendo seu crescimento e, frequentemente, provocando crises externas. Equacionado o problema do endividamento externo, esses países adotaram políticas de estabilização para controlar a inflação. Ao longo da década de 90, passaram a seguir as diretrizes do FMI e aderiram ao RMI. Mas não só, adotaram também o NCM, a fim de construir credibilidade nos agentes econômicos. Portanto, para os países subdesenvolvidos, a condição necessária era o RMI, mas a condição suficiente era a aplicação de todas as regras do NCM. A diferença não está só na aplicação, mas nas condições da aplicação, que tornava esses países cada vez mais dependentes de poupança externa para estabilizar o valor de suas moedas.

As controvérsias pairam sobre a eficiência do RMI tanto nos desenvolvidos quanto dos subdesenvolvidos. No primeiro grupo, já havia uma tendência de queda da inflação antes do RMI. No segundo grupo, a questão é mais complexa. Primeiramente porque esses países estavam em um estágio de desenvolvimento em que a inflação era explicada muito mais por um problema estrutural do que conjuntural. Outro ponto é que o grande sacrifício a que esses países se submeteram não provocou somente desemprego, mas também desindustrialização, aprofundamento da dependência e fragilidade financeira. Assim, a crítica é de que o seu desenvolvimento foi adiado pela agenda antinflacionária e nada garantiu o controle perene da inflação e muito menos o crescimento econômico.

Este trabalho procurou investigar como, no período de 2011 a 2022, economistas que participam do debate público sobre economia no Brasil trataram a questão do RMI. Para completar o quadro, foram selecionados economistas ortodoxos, isto é, que se vinculam de alguma maneira à crítica à intervenção do Estado na economia, e economistas heterodoxos, os que acreditam na necessidade da liderança estatal e do planejamento para se alcançar o desenvolvimento econômico.

No que concerne ao debate público propriamente, é possível constatar outros três pontos importantes. O primeiro diz respeito aos canais de comunicação utilizados por esses economistas. Para os que seguem a linha ortodoxa, o principal canal foram as mídias tradicionais, jornais e revistas de grande circulação. Já os economistas heterodoxos expressaram seus posicionamentos majoritariamente na academia ou em mídias alternativas, de menor circulação.

O segundo ponto é a influência do debate que ora se assemelha ao debate do pós-Guerra, quando o dilema era industrializar e inflacionar ou manter-se agroexportador e dependente da indústria externa, ora se assemelha ao debate pós-Real, em que o dilema era manter o tripé macroeconômico ou abandoná-lo para retomar projetos de desenvolvimento. O pluralismo da

ótica heterodoxa permite enxergar as nuances e tipos mais diversos de inflação, os diagnósticos em autores de diferentes correntes de pensamento econômico, como Keynes, Kalecki, Marx, Smith, Ricardo, Kaldor e Furtado. Já os ortodoxos têm uma interpretação mais restrita da inflação, como sendo tipicamente de demanda, seguindo tendências monetaristas e novo-clássicas.

O terceiro e último ponto é a delimitação do debate, já que os ortodoxos defendem a manutenção do RMI e a adesão estrita ao NCM. Para eles, projetos industriais são em sua natureza inflacionistas por contar com a intervenção do Estado e seu viés inflacionário. Além disso, acreditam em um desenvolvimento por meio de credibilidade institucional da política monetária, cuja principal missão seria estabilizar preços como uma pré-condição para o desenvolvimento. Já para os economistas heterodoxos, as políticas de estabilização adotadas de 1999 até a contemporaneidade no Brasil, representam entraves ao desenvolvimento econômico. Eles criticam o favorecimento de ganhos para os rentistas como reflexo de tais políticas, enquanto a maior parte da sociedade é penalizada com baixo crescimento, crises, desemprego e aprofundamento da desigualdade. Na ótica heterodoxa, a flexibilização do RMI, entre outras medidas, poderia resgatar a indústria e recolocar o país na rota do desenvolvimento.

## REFERÊNCIAS

- ALESINA, A.; SUMMERS, L. H. Central bank Independence and macroeconomics performance: some comparative evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, Columbus, v. 25, n. 2, p. 151-162, may 1993. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2077833>. Acesso em: 26 mar. 2022.
- ALMEIDA, P. R. A economia internacional no século XX: um ensaio de síntese. **Revista Brasileira de Política Internacional**, Brasília, v. 44, n. 1, p. 112-136, 01 jun. 2001.
- AMADEO, E. J. Desemprego e evidências sobre a experiência recente na OECED (I). **Revista Brasileira de Economia**, v. 46, n. 2, p. 261-286, 1992.
- AMADEO, E. Sobre salários nominais: as críticas keynesiana e monetarista à abordagem de Keynes sobre o mercado de trabalho. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 16, n. 2, p. 309-20, 1986.
- AMORIM, R. L. C. Macroeconomia neoclássica contemporânea: novos keynesianos e novos clássicos. **Revista Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 23, n. 1, p. 29-56, 2002.
- ARANTES, F.; BIASOTO JUNIOR, G. A política fiscal no contexto da financeirização: teoria insuficiente e indicadores inadequados. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 26, p. 1063-1095, dez. 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n4art9>. Acesso em: 26 mar. 2022.
- ARBEX, M.; FONTES, R. Credibilidade das Políticas Econômicas no Brasil: Uma Análise Empírica do Período 1991-1998. **Economia Aplicada**, v. 3, n. 1, p. 23-45, jan./mar. 1999.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New Consensus, New Keynesianism, and the Economics of the Third. Way. **Levy Economics Institute Working Paper**, n. 364, 2003.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 1-30, 01 abr. 2009.
- ARIDA, P. O Estado de S. Paulo entrevista o economista Pêrsio Arida sobre o Real. [Entrevista concedida] a Sonia Racy. **Estado de São Paulo**, São Paulo, 30 nov. 2001. Disponível em: <https://www.psd.org.br/z-outros/especial-real-15-anos/o-estado-de-s-paulo-entrevista-o-economista-persio-aridasobre-o-real/>. Acesso em: 02 fev. 2024.
- ARAÚJO, Clarissa Flávia Santos. **Os (des) usos do fundo público federal brasileiro, entre 2011 e 2022**. São Paulo: Atlas, 2024.
- BACHA, E. Plano real: uma segunda avaliação. *In: O PLANO Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização*. Brasília: IPEA/CEPAL, 1997.
- BACHA, E.; BONELLI, R. Uma interpretação das causas da desaceleração econômica do Brasil. **Revista de Economia Política**, [s. l. ], v. 25, n. 3, p. 163-189, jul. /set. 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572005000300001>. Acesso em: 02 fev. 2024.

BAER, W. The inflation controversy in Latin America: a survey. **Latin American Research Review**, v. 2, n. 2, 1967. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0023879100015144>. Acesso em: 2 jul. 2024.

BARBOSA, J. A. Políticas de empleo neoliberales en America Latina: Chile durante el gobierno de Pinochet (1973 - 1990) Argentina y Salta en el auge del menemato (1995 - 1997). **Revista Escuela de História**, Salta, v. 8, n. 2, p. 1-19, 01 ago. 2009. Disponível em: [http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1669-90412009000200005&lng=es&nrm=iso](http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1669-90412009000200005&lng=es&nrm=iso). Acesso em: 02 jul. 2023.

BARBOSA, I. P. A alta das commodities agrícolas e o estabelecimento do milagrinho na economia brasileira no governo Lula. **Revista Conjuntura Global**, [s. l.], v. 9, n. 2, p. 145-146, 2020.

BARBOSA, F. **Operações compromissadas: teoria e análise do caso brasileiro (2000 - 2020)**. [S. l.]: EDUFU, 2022.

BARRO, R. Are government bonds net wealth? **Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 82, n. 6, p. 1095–1117, 1974.

BELLUZZO afirma na CAE que o país enfrenta desindustrialização. **Senado Notícias**, 25 jun. 2013a. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2013/06/25/belluzzo-afirma-na-cae-que-o-pais-enfrentadesindustrializacao>. Acesso em: 7 jun. 2024.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga; CARNEIRO, Ricardo. Globalização e integração perversa. **Política Econômica em Foco**, [s. l. ], v. 1, p. 1-11, 2003.

BELLUZZO, G. L. **Sem crescer, não vai acontecer nada**. Entrevista concedida ao O Globo. Economia, 2016. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/luiz-gonzaga-belluzzo-sem-crescer-nao-vai-acontecer-nada-18416864>. Acesso em: 12 maio 2024.

BELLUZZO, G. L. Os crescimentos Econômicos e os números. **Carta Capital**, [s. l.], 17 jul. 2020. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/artigo/o-crescimento-economico-e-os-numeros/> Acesso em: 13 abr. 2024.

BELLUZZO, G. L. A Inflação de commodities. **Carta Capital**, [s. l.], 27 maio. 2022. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/a-inflacao-das-commodities/>. Acesso em: 13 abr. 2024.

BIANCARELLI, A.; ROSSI, P. A política macroeconômica em uma estratégia socialdesenvolvimentista. **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento**, Brasília, v. 4, n. 1, p. 21-38, 04 jan. 2013. Disponível em: <https://assecor.org.br/rbpo/#v4114>. Acesso em: 30 abr. 2023.

BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1988.

BIONDI, R. L.; TONETO JÚNIOR, R. o desempenho dos países que adotaram o regime de metas inflacionários: uma análise comparativa. **Cadernos Prolam/USP**, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 07-31, 15 dez. 2005. Disponível em: <https://aberto.bndes.gov.br/aberto/caso/500bi/>. Acesso em: 6 jun. 2024.

BOIANOVSKY, M. Celso Furtado and the structuralist-monetarist debate on economic stabilization in Latin America. **History of Political Economy**, [s. l.], v. 44, n. 2, p. 277-330, 2012.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAORO, P. Rethinking macroeconomic policy. **International Monetary Fund Staff position note**, n. 10/03, fev. 2010.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Lições do controle externo das regras fiscais**. 2024. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/licoes-do-controle-externo-das-regras-fiscais.htm>. Acesso em: 2 jul. 2024.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Os dois congelamentos de preços no Brasil. **Revista de Economia Política**, [s. l.], v. 8, n. 4, out./dez. 1988.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **A descoberta da inflação inercial**. São Paulo: Escola de Economia de São Paulo, 2009. (Texto para Discussão, n. 182). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2196/TD%20182%20-%20Luiz%20Carlos%20Bresser%20Pereira.pdf?sequence=1>. Acesso em: 17 abr. 2023.

BRESSER-PEREIRA, L. C. O Tripé, o Trilema e a Política Macroeconômica. **A Economia Brasileira na Encruzilhada**, Campinas, v. 1, n. 4, p. 10-18, out. 2013. Disponível em: <https://associacaokeynesianabrasileira.org/dossie-da-crise-iv-2013/>. Acesso em: 17 abr. 2023.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, [s. l.], v. 30, n. 4, p. 663-686, dez. 2010. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/s0101-31572010000400007>. Acesso em: 17 abr. 2023.

BOURDIEU, P. **Homo Academicus**. Buenos Aires: Cultura Libre, 2008.

BOURDIEU, P.; DELSAUT, Y. O costureiro e sua grife: contribuição para uma teoria da magia. **Educação em Revista**, Belo Horizonte, n. 34, p. 7-66, dez. 2001.

BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? **Journal of Economic Perspectives**, [s. l. ], v. 11, p. 97-116, 2008.

BRAZ, E. D. P. De Bretton Woods ao regime de bandas cambiais: análise da taxa de câmbio no Brasil de 2009 a 2019. **Aurora**, [s. l.], v. 13, n. 1, p. 59-76, 2020.

CASTRO, A. B.; SOUZA, F. A. **Economia brasileira em marcha forçada**. São Paulo: Paz e Terra, 1985.

CALDERÓN, C.; SANCHEZ, I. Crecimiento económico y política industrial em México. **Revista Problemas del Desarrollo**, [s. l.], v. 43, n. 170, p. 125-154, 2012.

CAMPEDELLI, A. L. **O regime de metas de inflação: o debate entre ortodoxos e heterodoxos.** 2014. 166 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014.

CAMPEDELLI, A. L. **A inflação brasileira: uma interpretação do fenômeno sob a ótica do conflito distributivo entre 1999 e 2018.** 2022. 152 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, 2022.

CANO, W.; SILVA, A. L. G. **Política industrial do governo Lula.** Campinas: IE/UNICAMP, 2010. (Texto para discussão, n. 181).

CAPONI, S. Covid-19 no Brasil: entre o negacionismo e a razão neoliberal. **Estudos Avançados**, [s. l.], v. 34, n. 99, p. 209–224, 2020.

CARCANHOLO, M. D. Trade-off entre inflação e desemprego e expectativas: o debate sobre ineficácia de política monetária. **Universidade Federal de Uberlândia**, Uberlândia, v. 1, n. 1, p. 1-30, 2003.

CARVALHO, F. J. C. A Não-Neutralidade da moeda em economias monetárias de produção: A Moeda nos Modelos Pós-Keynesianos. **Estudos Econômicos**, [s. l.], v. 21, n. 1, 1991.

CARVALHO, F. J. C. Temas de política monetária keynesiana. **Ensaio FEE**, [s. l.], v. 15, n. 01, p. 33-61, 1994. Disponível em: <https://revistas.planejamento.rs.gov.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1668/2037>. Acesso em: 08 jan. 2023.

CARVALHO, F. J. C. Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, Campinas, v. 25, n. 4, p. 323-335, 2005.

CARVALHO, A. C.; CARVALHO, D. F. A economia monetária da produção capitalista de Keynes sob a perspectiva de compreensão da história e da teoria. **História Econômica & História de Empresas**, [s. l.], v. 21, p. 233-274, 2018. Disponível em: <https://hehe.org.br/index.php/rabphe/article/view/514/403>. Acesso em: 10 mar. 2024.

CARVALHO, L. **Valsa Brasileira: do boom ao caos econômico.** São Paulo: Todavia, 1. ed., 2018.

CARNEIRO, D.; MODIANO, E. M. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana.** Rio de Janeiro: Campus, 1992.

CARNEIRO, R. A agenda econômica anacrônica do governo Bolsonaro. **Brazilian Keynesian Review**, [s. l. ], v. 5, n. 1, 2019.

CARRARA, A. F.; CORREA, A. L. O regime de metas de inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 441-462, set./dez. 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482012000300004>. Acesso em: 12 maio 2024.

CASTRO, L. Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República (1945-2010). *In: GIAMBIAGI et al. (org.). Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2011.

CLAVIJO, F. **Reformas económicas en México, 1982-1999**: estrategia y análisis económico. Santiago: CEPAL, 2000.

CORAZZA, G.; KREMER, R. Friedman e o monetarismo: a velha teoria quantitativa da moeda e a moderna escola monetarista. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 21, n. 40, set. 2003.

CORAZZA, G.; FERRARI FILHO, F. A política econômica do Governo Lula no primeiro ano de mandato: perplexidade, dilemas, resultados e alternativas. **Indic. Econ. FEE**, [s. l.], v. 32, n. 1, p. 243–252, 2004.

CÔRTE, C. Cr. L.; SOUZA, L. R. Políticas econômicas incrementais: o caso do tripé macroeconômico na Argentina, Bolívia, Brasil e México. **UFPR: Revista de Economia**, Curitiba, v. 41, n. 74, p. 23-50, 2020.

CORSI, F. L. A economia brasileira em tempos de pandemia. *In: CORSI, F. L.; SANTOS, A.; MENDONÇA, M. G. (org.). A conjuntura latino-americana: instabilidade e resistência*. Marília: Práxis, 2021.

CORSI, F. L. A crise estrutural e a reconfiguração do capitalismo global. *In: FIGARI, C.; ALVES, G. (org.) La precariación del trabajo en América Latina*. Bauru: Práxis, 2009.

COSENTINO, D. V.; SILVA, R. P. ; GAMBI, T. R. F. Existe um Pensamento Econômico Brasileiro?. *In: COSENTINO, D. V.; GAMBI, T. R. F. (org.). História do Pensamento Econômico: pensamento econômico brasileiro*. 1. ed. Rio de Janeiro: EDUFF, 2019.

CUKIERMAN, A. Central bank independence and monetary policy making institutions – past, present and future. **European Journal of Political Economy**, Reino Unido, v. 24, n. 4, p. 722-736, dec. 2008.

CUKIERMAN, A.; WEBB, S. B.; NEYAPTI, B. Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. **The world bank economic review**, [s. l.], v. 6, n. 3, p. 356- 398, 1992.

CUNHA, P. H. F.; GALA, P. **Do populismo cambial ao Real Exchange Rate Targeting**: a evolução política cambial no Chile de 1970 a 1999. 2006. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/Swf3ZKFCp4dYTwKqXNdN4Zy/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 4 jul. 2023.

CURADO, M. Industrialização e desenvolvimento: uma análise do pensamento econômico brasileiro. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 22, n. 3, p. 609–640, 2013.

CURADO, M.; CAVALIERI, M. Uma crítica à interpretação inflacionista do desenvolvimentismo. **Economia e Sociedade**, [s. l. ], v. 24, n. 1, p. 57–86, 2015.

DAVIDSON, P. Colocando as evidências em ordem. **Ensaio FEE**, [s. l. ], v. 17, n. 2, p. 7-41. 1996.

DELFIM NETTO, A. A economia política do desenvolvimento. *In*: BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. (org.). **Políticas para a retomada do crescimento**: reflexões de economistas brasileiros. Brasília: Ipea/Cepal, 2002.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS (DIEESE). **A escalada do preço dos combustíveis e as recentes escolhas da política do setor de petróleo**. São Paulo. 2018. (Nota Técnica, n. 194). Disponível em: <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2018/notaTec194PrecosCombustiveis.html>. Acesso em: 14 abr. 2022.

DONARIO, A. A.; SANTOS, R. B. **Teoria clássica e o equilíbrio de pleno emprego**. Lisboa, Centro de Análise Económica de Regulação Social, 2016. Disponível em: <https://repositorio.ual.pt/server/api/core/bitstreams/15e92e31-0aaf-4610-8a82-d7d3bcd59bd9/content>. Acesso em: 12 jan. 2023.

EICHENGREEN, B. *et al.* Exit strategies: policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility, **Occasional Paper**, Washington DC, n. 168, 1998.

FACHADA, P. A bolha e a tormenta. **GV-EXECUTIVO**, [s. l. ], v. 1, n. 2, p. 25-29, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.12660/gvexec.v1n2.2003.34797>. Acesso em: 12 jan. 2023.

FARHI, M. **Análise comparativa do regime de metas de inflação**: pass-through, formatos e gestão nas economias subdesenvolvidas. Campinas: IE/Unicamp, 2007. (Texto para discussão, n. 127).

FERRARI FILHO, F. Keynesianos, monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos: uma crítica pós-keynesiana. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 17, n. 2, p. 78-101, 1996.

FERRARI FILHO, F. **Da tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma agenda econômica alternativa**: uma estratégia de desenvolvimento para a economia à luz da teoria pós-keynesiana. Porto Alegre: UFRGS, 2002. (Textos para discussão, n. 14).

FERRARI FILHO, F.; SCHIFINO, L. A. Performance macroeconômica sob o regime de metas de inflação: uma análise para alguns países emergentes selecionados. **Análise Econômica**, [s. l. ], v. 28, n. 54, p. 117-140, 2010.

FERREIRA, E. L. **O debate sobre distribuição de renda durante a década de 1970**: a dinâmica da produção do conhecimento em economia no Brasil. 2019. 138 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal de Alfenas, Varginha, MG, 2019.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **FMI Data**. 2024. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Data>. Acesso em: 15 mar. 2024.

FIORI, J. L. Para repensar o papel do Estado sem ser um neoliberal. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 12, n. 45, p. 76-89, 1992.

FONSECA, P. Clássicos, neoclássicos e keynesianos: uma tentativa de sistematização. **Perspectiva Econômica**, v. 11, n. 30, p. 35-64, 1981.

FONSECA, M. R. R.; PERES, S. C.; ARAÚJO, E. C. Regime de metas da inflação: análise comparativa e evidências empíricas para países subdesenvolvidos selecionados. **Revista de Economia Contemporânea**, [s. l.], v. 20, n. 1, p. 113-143, abr. 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/198055272015>. Acesso em: 12 jan. 2023.

FRAGA NETO, A. "O BC está machucado", diz Armínio Fraga. [Entrevista concedida a] Cosette Alves. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 27 maio 1999. Conjuntura. Disponível: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi27059911.htm>. Acesso em: 01 mar. 2024.

FRAGA NETO, A. F. Dez anos de metas para a inflação. *In*: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez anos de metas para a inflação no Brasil: 1999-2009**. Brasília: 2011. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/outras\\_pub\\_alfa/10\\_anos\\_metas\\_inflacao\\_completo.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/outras_pub_alfa/10_anos_metas_inflacao_completo.pdf). Acesso em: 01 de jan. 2024.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **The American Economic Review**, [s. l.], v. 58, n. 1., 1968.

FRIEDMAN, M. **Capitalismo e liberdade**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

FRITZ, B.; PAULA, L. F.; PRATES, D. Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas subdesenvolvidos: uma análise keynesiana-estruturalista. *In*: FERRARI FILHO, F.; TERRA, F. H. B. T. (org.). **Keynes: ensaios sobre os 80 anos da teoria geral**. Porto Alegre: Tomo Editorial, 2016. p. 177-202.

FURTADO, C. Formação de capital e desenvolvimento econômico. **Revista Brasileira de Economia**, [s. l.], v. 6, n. 3, p. 7-45, 1952.

GALA, P. Gestora com retorno de 47% em 2020 defende renovação de auxílio. [Entrevista concedida a] Carta Capital. **Exame**, 2021. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/gestora-com-retorno-de-47-em-2020-defende-renovacao-de-auxilio/>. Acesso em: 13 abr. 2024.

GALA, P. A economia opera 30% abaixo do patamar de 7 anos atrás e as perspectivas não são nada animadoras. [Entrevista concedida a] Carlos Drummond. **Carta Capital**, São Paulo, 2021. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/economia/a-economia-opera-30-abaixo-do-patamar-de-7-anos-atras-e-as-perspectivas-nao-sao-nada-animadoras/>. Acesso em: 13 abr. 2024.

GALINDO, L. M.; ROS, J. Banco de México: política monetária de metas de inflación. **Economía UNAM**, [s. l.], v. 3, n. 9, p. 82-88. 2006.

GENTIL, Denise Lobato. **A política fiscal e a falsa crise da seguridade social brasileira: análise financeira do período 1990–2005**. 2006. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

GENTIL, D.; HERMANN, J. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: ortodoxia e retrocesso. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 26, n. 3, p. 793–816, 2017.

GIANBIAGI, F. O Efeito-Tanzi e o imposto de renda da pessoa física: um caso de indexação imperfeita. **Revista de Finanças Públicas**, Brasília, v. 47, 1987.

GONTIJO, C. Política de estabilização e abertura externa: uma análise comparativa das experiências da Argentina, Chile e México. **Revista de Economia Política**, [s. l.], v. 15, n. 1, p. 41-57, 1995.

GONTIJO, C. Moeda, juros e nível de preços: uma abordagem clássica. **Revista Brasileira de Economia**, [s. l.], v. 2, n. 51, p. 253-275, 23 abr. 1997. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/issue/archive>. Acesso em: 17 abr. 2023.

GOODHART, C. A. E. **Central Banking and financial system**. London: MacMillan, 1995.

GOYOS JUNIOR, D. N. Arbitragem no âmbito da Alca e outros apontamentos legais referentes ao tema. **Estudos Avançados**, [s. l.], v. 17, n. 48, p. 295-309, ago. 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0103-40142003000200022>. Acesso em: 05 nov. 2022.

HORTA, G. T. L.; GIAMBIAGI, F. **Perspectivas DEPEC 2018**: o crescimento da economia brasileira 2018-2023. Rio de Janeiro: BNDES, 2018.

HUME, D. Of money. *In*: HUME, D. **Essays moral, political and literary**. Oxford: Oxford University Press, 1963.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **Carta de Conjuntura**. Brasília: IPEA, 2011.

KAY, C. Teorías latinoamericanas del desarrollo. **Nueva Sociedad**, [s. l.], n. 113, p. 101-113, mayo/jun. 1991.

KEYNES, J. The general theory of employment. interest and money. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. Londres: MacMillan, 1973.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.

KREBS, M. L. P. **Inércia da inflação no regime de metas**: os casos da Nova Zelândia, Reino Unido e Brasil. 2006. 69 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2006.

Krugman, P. Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. **Int Tax Public Financ**, [s. l.], v. 6, p. 459–472. 1999. Disponível em: <https://doi.org/10.1023/A:1008741113074>. Acesso em: 15 abr. 2023.

KRUGMAN, P.; MELITZ, M.; OBSTFELD, M. **Economia Internacional**. 10. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2015.

LISBOA, M. Economistas apoiam independência do Banco Central. **Valor Econômico**, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://www.valor.globo.com/politica/noticia/2014/04/24/economistas-apoiam-independencia-do-banco-central.ghml>. Acesso em :12 mar. 2024.

LISBOA, M. O país se condenou a ficar mais pobre. [Entrevista concedida a] *Época Negócios*. **Época**, São Paulo, 2016a. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2016/03/o-pais-se-condenou-ficar-mais-pobre-diz-marcos-lisboa.html>. Acesso em: 12 de mar. 2024.

LISBOA, M. Credibilidade do Banco Central sofreu novo abalo, dizem economistas. [Entrevista concedida a] jornal O Globo. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 2016b. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/01/1732234-credibilidade-do-banco-central-sofreu-novo-abalo-dizem-economistas.shtml>. Acesso em: 12 mar. 2024.

LISBOA, M. As reformas afetam grupos de interesses, não a sociedade toda. [Entrevista concedida a] El País. **El País**, São Paulo, 2017. Disponível em: [https://brasil.elpais.com/brasil/2017/07/21/economia/1500671743\\_676963.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2017/07/21/economia/1500671743_676963.html). Acesso em: 12 mar. 2024.

LISBOA, M. Bolsonaro e Guedes pagam pelo que não fizeram na eleição, diz Marcos Lisboa. [Entrevista concedida a] **Valor Econômico**, São Paulo, 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2017/06/13/ha-retrocessos-na-agenda-economica-do-pais-diz-lisboa.ghml>. Acesso em: 12 mar. 2024

LISBOA, M. Vamos conversar sobre autonomia do Banco Central?. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 18 mar. 2018. <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-lisboa/2018/03/vamos-conversar-sobre-autonomia-do-banco-central.shtml>. Acesso em: 10 abr. 2024.

LISBOA, M. Ou é Previdência, ou cortar saúde e educação, ou é nada. [Entrevista concedida ao] jornal O Globo. **El País**, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/marcos-lisboa-ou-previdencia-ou-cortar-saude-educacao-ou-nada-23460165.html> Acesso em: 12 mar. 2024.

LISBOA, M. Economia colhe há anos projetos fracassados em meio ao desperdício. **Folha de São Paulo**. São Paulo, 01 maio. 2021. <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-lisboa/2021/05/economia-colhe-ha-anos-projetos-fracassados-em-meio-ao-desperdicio.shtml>. Acesso em: 10 abr. 2024.

LISBOA, M. Legado da era FHC foi solapado. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 11 jun. 2022. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-lisboa/2022/06/legado-da-era-fhc-foi-solapado.shtml>. Acesso em: 10 abr. 2024.

LISBOA, M.; PESSÔA, S. O Funcionamento da economia segundo a direita e a esquerda., **Folha de São Paulo**, São Paulo, 2016a. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2016/07/1792072-no-brasil-direita-e-esquerda-tem-objetivos-semelhantes.shtml>. Acesso em: 12 mar. 2024.

LISBOA, M.; PESSÔA, S. Os Métodos que Dividem as Águas no Debate Econômico. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 2016b. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-lisboa/2016/07/1792072-no-brasil-direita-e-esquerda-tem-objetivos-semelhantes.shtml>

//www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2016/09/1809615-os-metodos-que-dividem-as-aguas-no-debate-economico.shtml. Acesso em: 12 mar. 2024.

LISBOA, M.; PESSOA, Samuel. **O valor das ideias**: debate em tempos turbulentos. São Paulo: Cia das Letras, 2019.

LIMA, A. D. S. *et al.* **A atuação do BNDES no desenvolvimento econômico brasileiro: 1952-2002**. São Paulo: IPEA, 2007. (Texto para discussão).

LOHMANN, S. Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility. **The American Economic Review**, [s. l.], v. 82, n. 1, p. 273-286, mar. 1992.

LOPREATO, F. L. C. **O papel da política fiscal**: um exame da visão convencional. Campinas: Unicamp, 2006. (Texto para discussão, n. 119).

LOPREATO, F. L. C. **Problemas de gestão da dívida pública brasileira**. Campinas: Unicamp, 2008. (Texto para Discussão, n. 139).

LOPREATO, F. L. C. **EUA – Relações entre Tesouro e Banco Central, política monetária e gestão da dívida pública**: aspectos institucionais. Campinas: Unicamp, 2018. (Texto Para Discussão, n. 341). Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/observatorio-da-economia-contemporanea/fiscal?start=20>. Acesso em: 15 ago. 2023.

LUCAS, R. E. Expectations and the neutrality of money. **Journal of Economic Theory**, Pittsburgh, v. 4, p. 103-124, 1972.

LUZ, N. V. **A luta pela industrialização do Brasil**. 2. ed. São Paulo: Alfa-ômega, 1975.

MARCELO, P. S. *et al.*(org.). **Reforma do estado, responsabilidade fiscal e metas de inflação**: lições da experiência da Nova Zelândia. Brasília: IPEA, 2006. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3215>. Acesso em: 03 jun. 2023.

MARICHAL, C. **Nova história das grandes crises**: uma perspectiva global. Rio de Janeiro: FGV, 2016.

MARSH, D. **The Euro**: The politics of the new global currency. New Haven: Yale University, 2009.

MARSHALL, A. The pure theory of foreign trade. *In*: MARSHALL, A. (ed.). **The pure theory of foreign trade, the pure theory of domestic values**. Clifton, New Jersey: A. M. Kelley, 1974.

MARTINS, N. M. Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016): um ensaio de ruptura e a restauração do conservadorismo. **Economia e Sociedade**, [s. l.], v. 31, n. 1, p. 43–63, 2022.

MENDONÇA, H. F. DE. A teoria da credibilidade da política monetária. **Brazilian Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 22, n. 3, p. 429–448, 2002.

MISHKIN, F.; POSEN, A. Inflation targeting: lessons from four countries. **Economic**

**Policy Review**, New York, v. 3, n. 3, 1997.

MISHKIN, Frederic. S. Inflation targeting in emerging-market countries. **The American Economic Review**, [s. l.], v. 90, n. 2, p. 105-109, 2000.

MISHKIN, F. S.; SCHMIDT-HEBBEL, K. A decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know? In: MISHKIN, F. S. (ed.). **Monetary policy strategy**. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2007a.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MITCHELL, B. Central bank Independence: another faux agenda. In: MITCHELL, William. **Modern Monetary Theory: macroeconomic research, teaching and advocacy**. Australia, 26 may 2010. Disponível em: <https://billmitchell.org/blog/?p=9922>. Acesso em: 30 jan. 2023.

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.

MODIANO, E. A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989. In: ABREU, M. P. *et al.* **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. p. 347-386.

MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetária: a questão da neutralidade da moeda. **Brazilian Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 24, n. 3, p. 323-345, set. 2004. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/0101-35172004-161>. Acesso em: 30 jan. 2023.

MORANDÉ, F.; TAPIA, M. Política cambiaria en Chile: el abandono de la banda y la experiencia de flotación, **Revista Economía Chilena**, [s. l.], v. 5 n. 3, p. 67-94. 2002.

MUTH, J. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. **Econometrica**, Cambridge, v. 29, n. 3, p. 315-335, July 1961.

NAKANO, Y. Da inércia inflacionária à hiperinflação. In: REGO, J. M. **Aceleração recente da inflação**. São Paulo: Bial, 1989.

NAKANO, Y. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. **Conjuntura Econômica**, [s. l.], p. 10-2, nov. 2005.

NAKATANI, P.; GOMES, H. A natureza e contradições da crise capitalista. **Economía y Desarrollo**, Havana, v. 154, n. 1, p. 4-22, 01 jun. 2015.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, 01 jun. 2008.

NUNES, M. A. S. **Inflação e política monetária: uma avaliação da experiência brasileira com o regime de metas (1999 a 2002)**. 2014. 79 f. Dissertação (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

OLIVEIRA, V. K. Neutralidade da moeda: novo-clássicos. **Informações Fipe**, [s. l.], n. 436, p. 55- 59, jan. 2017. Temas de Economia Aplicada.

OLIVEIRA, F. As metas da discórdia. **Revista Conjuntura Econômica**, [s. l.], v. 4, 2004.

OREIRO, J. L.; LEMOS, B. P.; PADILHA, R. A. O regime de metas de inflação e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança. **Revista Economia e Tecnologia**, Porto Alegre, v. 33, n. 1, p. 1-20, jun. 2005.

OREIRO, J. L.; FEIJÓ, C. A. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. **Brazilian Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 30, n. 2, p. 219-232, 2010.

OREIRO, J. L. Debate sobre centro da meta de inflação divide economistas. [Entrevista concedida a] Valor Econômico. São Paulo: **Valor Econômico**, 2014. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/debate-sobre-centro-da-meta-de-inflacao-valor-02-05-2104.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2024.

OREIRO, J. L. Desenvolvimentismo sem consistência. **Valor Econômico**, São Paulo, 18 jun. 2013. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/desenvolvimentismo-semconsistencia.ghtml>. Acesso em: 13 mar. 2024.

OREIRO, J. L. Muito além do tripé. **Valor Econômico**, São Paulo, 07 jun. 2014b. Disponível em: <http://joseluisoreiro.com.br/site/link/8f7d3da54050f97b1335757d14e269e59c9b6bed.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2024.

OREIRO, J. L. Estagflação, taxa de Câmbio e ajuste fiscal. **O Globo**, São Paulo, 08 dez. 2014c. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/estagflacao-taxa-de-cambio-e-ajuste-fiscal.ghtml>. Acesso em: 10 jan. 2024.

OREIRO, J. L.; GALA, P. O núcleo duro da divergência entre ortodoxos e heterodoxos na economia. In: LISBOA, M.; PESSOA, S. **O valor das ideias: debate em tempos turbulentos**. São Paulo: Companhia das Letras, 2019.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. A economia brasileira no governo Temer e Bolsonaro: uma avaliação preliminar. In: FÓRUM DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA, 8., 2019, Brasília. **Anais [...]**. Brasília, DF: UNB, 2019.

OREIRO, J. L. José Luís Oreiro e Luiz Fernando de Paula analisam fracassos na economia brasileira. **Valor Econômico**, São Paulo, 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/eue/noticia/2021/06/04/jose-luis-oreiro-e-luiz-fernando-de-paula-analisam-fracassos-naeconomia-brasileira.ghtml>. Acesso em: 13 dez. 2023.

OREIRO, J. L. Desenvolvimento ou morte. **Correio Braziliense**, São Paulo, 13 jan. 2022. Disponível em: <https://www.correiobraziliense.com.br/opiniao/2022/01/4977156-jose-luis-oreirodesenvolvimento-ou-morte.html>. Acesso em: 10 jan. 2024.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. A economia brasileira no governo Temer e Bolsonaro: uma avaliação preliminar. In: FÓRUM DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA, 8., 2019, Brasília. **Anais [...]**. Brasília: UNB, 2019.

OREIRO, J. L. Juros altos puxam a dívida pública depoimento. [Entrevista concedida a] Valor Econômico. **Valor Econômico**, São Paulo, 2024.

PAULA, L. F. Alimentos fazem IPCA superar teto de inflação em 4 capitais. [Entrevista concedida] a Diogo Martins. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 18 mar. 2013a. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2013/03/18/alimentos-fazem-ipca-superar-teto-de-inflacao-em-4-capitais.ghtml>. Acesso em: 05 abr. 2024.

PAULA, L. F. Debate sobre centro da meta de inflação divide economistas. [Entrevista concedida a] Vanessa Jurgenfeld. **Valor Econômico**, São Paulo, 2 maio 2014. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/debate-sobre-centro-da-meta-de-inflacao-valor-02-05-2104.pdf>. Acesso em: 05 abr. 2024.

PAULA, L. F. Brasil, excelente para os rentistas. [Entrevista concedida a] Carlos Drummond. São Paulo: **Valor Econômico**, [s. l.], 2015. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/economia/brasil-um-pais-excelente-para-os-rentistas-9249/>. Acesso em: 05 abr. 2024.

PAULA, L. F. Desnacionalização não incrementou produtividade, aponta estudo. [Entrevista concedida a] Carta Capital. **Carta Capital**, 2019. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/economia/desnacionalizacao-nao-incrementou-produtividade-aponta-estudo/>. Acesso em: 05 abr. 2024.

PAULA, L. F.; JABBOUR, E. Texto Rebate Críticas aos Economistas Heterodoxos de Lisboa e Pessôa. Ilustríssima, **Folha de São Paulo**, 2016. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2016/08/1804821-texto-rebate-criticas-aos-economistas-heterodoxos-de-lisboa-e-pessoa.shtml>. Acesso em: 12 jan. 2023.

PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. Elevação na Selic pode sinalizar a volta do rentismo. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 mar. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/artigo/luiz-f-de-paula-e-oreiro-elevacao-na-selic-pode-sinalizar-a-volta-do-rentismo.ghtml>. Acesso em: 10 jan. 2024.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P. J. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v. 36, n. 128, p. 19-32, maio 2015.

PEC dos Gastos não prejudica os pobres, afirmam economistas. **Senado Notícias**, 08 nov. 2016. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2016/11/08/pec-dos-gastos-nao-rejudica-ospobres-afirmam-economistas> Acesso em: 7 jun. 2024

PELLEGRINI J. A. **As operações compromissadas do Banco Central**. Brasília: Instituição Fiscal Independente, 2017. (Estudo Especial, n. 3).

PELLEGRINI, J. A. **Autonomia do Banco Central**. Brasília, DF: Consultoria Legislativa do Senado Federal, 2004. p. 1-59. (Textos para discussão, n. 16).

PEREIRA, H. C. I.; CURADO, M. L. Revisitando o debate inercialista da inflação brasileira. **Brazilian Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 38, p. 489–509, 2018.

PEREIRA, H. C. I. **Estruturalismo latino-americano e inercialismo**. 2016. 115 f. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2016.

PEREIRA, P. A. P. Utopias desenvolvimentistas e política social no Brasil. **Serviço Social & Sociedade**, [s. l.], v. 112, p. 729-753, 2012.

PESSÔA, S. Economistas apoiam independência do Banco Central. São Paulo: **Valor Econômico**, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://valor.globo.com/politica/noticia/2014/04/24/economistas-apoiam-independencia-do-banco-central.ghtml>. Acesso em: 12 mar. 2024.

PESSÔA, S. As razões da nova matriz. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 02 de ago. 2015. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2022/11/guedes-deixa-heranca-maldita.Shtml>. Acesso em: 12 mar. 2024.

PESSÔA, S. Política esperará inflação ou punição do mercado para arrumar a casa? **Folha de São Paulo**, São Paulo, 08 jun. 2016a. Disponível em: <https://m.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2016/08/1807721-politica-esperara-inflacao-ou-punicao-do-mercado-para-arrumar-a-casa.shtml>. Acesso em: 10 jan. 2024.

PESSÔA, S. Em defesa da PEC 241, que limita os gastos públicos. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 16 out. 2016b. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2016/10/1823169-em-defesa-da-pec-241.Shtml>. Acesso em: 12 mar. 2024.

PESSÔA, S. Está na hora de ser liberal. [Entrevista concedida a] Valor Econômico. **Valor Econômico**, São Paulo, 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2019/04/05/esta-na-hora-de-ser-liberal-diz-samuel-pessoa-do-ibre.ghtml>. Acesso em: 12 mar. 2024.

PESSÔA, S. Por que a herança na economia não é tão maldita assim. **Revista Conjuntura Econômica**, [s. l.], v. 76, n. 12, p. 10-11, 2022

PESSÔA, S. Guedes deixa herança maldita? **Folha de São Paulo**, São Paulo, 11 de nov. 2022b. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2022/11/guedes-deixa-heranca-maldita.Shtml>. Acesso em: 12 mar. 2024.

PESSÔA, S. Pleno emprego. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 07 jan. 2023. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2022/11/guedes-deixa-heranca-maldita.shtml>. Acesso em: 12 de mar. 2024.

PESSOTI, F. C. C. L.; PESSOTI, G. C. Os elementos constituintes do método de análise das escolas Clássica, Neoclássica e Novo-Clássica. **Cadernos de Ciências Sociais Aplicadas**, [s. l.], n. 24, p. 14, 28 mar. 2018. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.22481/cssa.v14i24.3262>. Acesso em: 01 de jan. 2024.

PHILLIPS, A. W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the united kingdom: 1851-1957. **Journal Economica**, London, v. 25, p. 283-299, nov. 1958.

PIMENTEL, B. C. *et al.* Títulos públicos: uma alternativa de investimento com ganhos reais e seguro. SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 12., 2015, Rio de Janeiro. **Anais** [...]. Rio de Janeiro: AEDB, 2015. Disponível em: <https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos15/28822325.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2021.

PORTUGAL, M. S. Estabilização de Preços, âncora cambial e balanço de pagamentos: Brasil, Argentina e México. **Indicadores Econômicos FEE**, [s. l.], v. 23, n. 2, p. 200-223, 1995.

PRADO, E. F. S. Equilíbrio e entropia: crítica da teoria neoclássica. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p. 8-34, dez. 1999.

PRATES, D.; FRITZ, B.; PAULA, L. F. **O desenvolvimentismo pode ser culpado pela crise?**: uma classificação das políticas econômica e social dos governos do PT ao governo Temer. Rio de Janeiro: UFRJ, 2019. (Texto para Discussão, n. 009).

RACY, J. C.; SOUZA, R. C. O regime de metas para inflação no Brasil e a escola Novo Clássica: uma crítica Pós-Keynesiana. **Revista de Economia Mackenzie**, [s. l.], v. 11, n. 1, 2013.

RICARDO, D. **Princípios de economia política e tributação**. São Paulo: Victor Civita, 1982.

ROCHA, F. F. Política fiscal através do ciclo e operação dos estabilizadores fiscais. **Anais** [...]. São Paulo: ANPEC, 2007.

RODA VIVA. **Maria da Conceição Tavares**. [Entrevista concedida a] Roda Viva, [s. l.], 1995. Disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=xKXT\\_gfBbIA&t=3s](https://www.youtube.com/watch?v=xKXT_gfBbIA&t=3s). Acesso em: 03 set. 2024.

ROGOFF, K. The Optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. **The Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 3, n. 1, p. 1169-1189, nov. 1985.

SALOMÃO, I. C. As origens do desenvolvimentismo brasileiro e suas controvérsias: notas sobre o debate historiográfico. **Nova Economia**, [s. l.], v. 27, n. 3, p. 421-442, dez. 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/0103-6351/3220>. Acesso em: 15 jan. 2021.

SALVADOR, E.; BOSCHETTI, I.; BEHRING, E.; GRANEMANN S. (org). **Financeirização, fundo público e política social**. São Paulo: Cortez, 2012.

SANCHES, M.; CARDOMINGO, M.; CARVALHO, L. **Quão mais fundo poderia ter sido esse poço?**: analisando o efeito estabilizador do auxílio emergencial em 2020. São Paulo: MADE/USP, 2021. (Nota de Política Econômica, n. 7).

SANTOS, F. **A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial**: a volta da política fiscal?. 2011. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

SCHMIDT-HEBBEL, K.; WERNER, A. Inflation targeting in Brazil, Chile and Mexico: performance, credibility, and the exchange rate. **Working Paper**, [s. l.], n. 171, jul. 2002.

SICSÚ, J. Keynes e os novos-Keynesianos. **Brazilian Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 19, n. 2, p. 329–349, 1999.

SICSÚ, J. A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e dos pós-keynesianos. **Análise Econômica**, [s. l.], v. 15, n. 28, p. 80-107, set. 1997a.

SICSÚ, J. **Eficácia e credibilidade da política monetária discricionária**: uma abordagem keynesiana. 1997. Tese (Doutorado em Economia). Rio de Janeiro, UFRJ. 1997b.

SICSÚ, J. Reputação das autoridades monetárias e credibilidade das suas políticas: uma abordagem pós-keynesiana, **Estudos Econômicos**, [s. l.], v. 27, n. 1, p. 5-27, jan./abr. 1997c.

SICSÚ, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 1, p. 23-33, jan./mar. 2002.

SICSÚ, J. **A economia da depressão está de volta**. Rio de Janeiro: Ie-Ufrj, 2048. p. 2-40. (Texto para Discussão, n. 009).

SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F.; MICHEL, R. Por que novo-desenvolvimentismo? **Brazilian Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 27, n. 4, p. 507-524, dez. 2007. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/s0101-31572007000400001>. Acesso em: 15 jan. 2021.

SILVA, G. S. O pensamento econômico brasileiro de 1930 a 1964: por uma nova formulação tipológica. **A Economia em Revista - AERE**, [s. l.], v. 18, n. 2, p. 5, 2011.

SILVA, J. A.; LOURENÇO, A. L. C. Revisitando o conceito de desindustrialização. **Oikos**, Rio de Janeiro, v. 13, p. 57-73, 2014.

SILBER, S. D. A fragilidade econômica e financeira na pandemia do Sars-Covid-19. **Estudos Avançados**, [s. l.], v. 34, n. 100, p. 107–115, 2020.

SIMONI JUNIOR, S.; GUICHENEY, H.; OLIVEIRA, J. L. S. O congresso e a renda emergencial. **Revista Eletrônica do Programa de Pós-Graduação da Câmara dos Deputados**, Brasília, DF, v. 14, n. esp., p. [164]-181, 2021.

SINGER, A. Falta debate no governo, diz Paul Singer. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 2003. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc0302200322.htm>. Acesso em: 20, ago. 2023.

SINGER, A. Raízes sociais e ideológicas do lulismo. **Novos Estudos Cebrap**, [s. l.], n. 85, nov. 2009.

SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). **Novos Estudos Cebrap**, [s. l.], n. 102, jul. 2015.

SINGER, A. **O Lulismo em crise**: um quebra-cabeça do período Dilma (2011- 2016). São Paulo: Companhia das Letras. 2018.

SINGER, P. Pacto social: um processo permanente de negociação. **Lua Nova: Revista de Cultura e Política**, São Paulo, v. 2, n. 1, jun. /1985. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S0102-64451985000200022>. Acesso em: 16 mar. 2024.

SMITH, A. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. New York: Modern Library, 1937.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. **Modern Macroeconomics: its origins, development and current state**. Northampton: Massachusetts, 2005.

SPOSITO, T. A economia brasileira na literatura econômica: convergências e divergências nas abordagens ortodoxa e heterodoxa. **Pesquisa & Debate Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, [s. l.], v. 35, n. 1, p. 144–170, 2023

SQUEFF, G. C.; OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. Flexibilização do regime de metas de inflação em países subdesenvolvidos: uma abordagem pós-keynesiana. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

TAVARES, M. C. A.; BELLUZZO, L. G. M. Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: REGO, J. M. (ed.) **Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

TAVARES, M. C. A. **Ajuste e reestruturação nos países centrais: a modernização conservadora**. Campinas: Instituto de Economia IEI/UFRJ, n. 01, 1990.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento no Brasil: relembando um velho tema. In: MUSSI, R. B. C. **Políticas para a retomada do crescimento: reflexões de economistas brasileiros**. Brasília: Ipea, 2002. p. 149-184.

TAVARES, C. Governo Lula tem “pequeno raio de manobra”, diz Conceição Tavares. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 2005. Esquerda no divã. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc2305200514.htm>. Acesso em: 25 maio 2024.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, North-Holland, n. 39, p. 195-214 1993.

TAYLOR, J. B. **Using monetary policy rules in emerging market economics**. Stanford: [s. n.], 2002.

TAYLOR, J. B. **The monetary transmission mechanism and the evaluation of monetary policy rules**. [s. l.]: Stanford University, 1999.

TEIXEIRA, R. A.; PINTO, E. C. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Economia e sociedade**, [s. l.], v. 21, p. 909-941, 2012.

TOBIN, J. Price flexibility and output stability: an old keynesian view. **Journal of Economic Perspectives**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 45-65. 1993.

VELLOSO, J. P. R. O governo Geisel: estratégia de desenvolvimento e coordenação da política econômica. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 52, n. esp., p. 15-25, 1998.

VIANNA, S. B.; VILLELA, A. O pós-Guerra (1945-1955). *In*: GIAMBIAGI, F. *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

VIEIRA, A. M.; CHIARAMONTE, A. R. O Instituto Millenium na busca por poder. **Tempo Social, revista de sociologia da USP**, [s. l.], v. 33, n. 1. 2021.

VILLELA, A. Dos “anos dourados” de JK à crise não resolvida. *In*: GIAMBIAGI, F. *et al.* (ed.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier; Editora Campus, 2005.

ZAGATO, L. *et al.* **A armadilha da renda média e os obstáculos à transformação estrutural: a curva S da complexidade econômica**. São Paulo: FGV, 2019. (Texto para Discussão, n. 508.).

ZETTEL, A. P. F. V. **A experiência de Chile, México e Brasil sob o regime de metas de inflação: uma comparação internacional**. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2006. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/10108/000595746.pdf>; sequence=1. Acesso em: 15 jan. 2021.