

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**MARIA EDUARDA DOS SANTOS MORAES**

**PICOS INFLACIONÁRIOS PÓS REGIME DE METAS: UMA ANÁLISE  
COMPARATIVA ENTRE 2015 E 2021**

**PORTO ALEGRE**

**2022**

**MARIA EDUARDA DOS SANTOS MORAES**

**PICOS INFLACIONÁRIOS PÓS REGIME DE METAS: UMA ANÁLISE  
COMPARATIVA ENTRE 2015 E 2021**

Trabalho de Conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial e obrigatório para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss

**PORTO ALEGRE**

**2022**

### CIP - Catalogação na Publicação

Moraes, Maria Eduarda dos Santos  
PICOS INFLACIONÁRIOS PÓS REGIME DE METAS: UMA  
ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE 2015 E 2021 / Maria Eduarda  
dos Santos Moraes. -- 2022.  
56 f.  
Orientador: Maurício Andrade Weiss.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2022.

1. inflação. 2. pandemia. 3. política monetária. I.  
Weiss, Maurício Andrade, orient. II. Título.

**MARIA EDUARDA DOS SANTOS MORAES**

**PICOS INFLACIONÁRIOS PÓS REGIME DE METAS: UMA ANÁLISE  
COMPARATIVA ENTRE 2015 E 2021**

Este Trabalho de Conclusão foi analisado e julgado adequado para a obtenção do título de Bacharel em Economia e aprovado em sua forma final pelo Orientador e pela Banca Examinadora designada pelo Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Aprovada em: Porto Alegre, 11 de maio de 2022.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss - Orientador

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

---

Prof. Dr. Alessandro Donadio Miebach

Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

## AGRADECIMENTOS

À minha mãe, por não medir esforços para me proporcionar as melhores condições possíveis e por sempre me apoiar e incentivar em todos os meus gostos.

À minha família, pelo apoio e paciência nessa etapa final.

A todos os professores, em especial a aqueles que me fizeram gostar ainda mais de estudar economia: Maurício Weiss, Sergio Monteiro, Hermógenes e Letícia de Oliveira.

Em conclusão, a todos os meus amigos, mas em especial àqueles que fiz durante o curso: Helen, Carlos, Lyan, Matheus e Guilherme. Obrigada pelo apoio e pela troca de conhecimento incessante durante toda a graduação. Me suportaram por 5 anos e está só começando.

## RESUMO

Esse trabalho busca identificar as possíveis causas das altas taxas de inflação acumuladas nos anos de 2015 e de 2021, ambas fora da meta estipulada pela autoridade monetária. Primeiramente, é feita uma abordagem sobre os tipos de inflação, o índice de preços oficial do Brasil, o Plano Real e conclui-se com o panorama atual e de implementação do Regime de Metas de Inflação. Posteriormente, realiza-se a abertura do índice oficial de preços, IPCA, observando o peso de cada item na composição da taxa inflacionária visando compreender o que motivou a aceleração inflacionária em cada um dos picos inflacionários em estudo. Além disso, ocorre a identificação das políticas fiscais, monetárias e cambiais praticadas em cada período, conforme a sua correlação com a alta inflacionária. Conclui-se que em ambos os períodos a desvalorização cambial expressiva, a redução da oferta internacional de petróleo e a crise hídrica impactaram diretamente a alta inflação. Entretanto, em 2015, o processo inflacionário é endógeno, advindo de decisões internas, enquanto, em 2021, ele é endógeno estando diretamente relacionado à pandemia de Covid-19.

**Palavras-chave:** Regime de Metas de Inflação. Inflação. Controle de preços.

## **ABSTRACT**

This monograph aims to identify the possible causes of the high inflation rates accumulated in the years 2015 and 2021, both outside the target stipulated by the monetary authority. First of all, an approach is made about the types of inflation, the official price index in Brazil, the Real Plan and it concludes with the current scenario and the implementation of the Inflation Targets Regime. Subsequently, the official price index, IPCA, is opened, observing the weight of each item in the composition of the inflation rate to understand what motivated the inflationary acceleration in each of the inflationary peaks under study. In addition, the identification of fiscal, monetary and exchange policies practiced in each period, according to their correlation with high inflation. It is concluded that in both periods the significant exchange rate devaluation, the reduction of the international supply of oil and the water crisis directly impacted the high inflation. However, in 2015, the inflationary process is endogenous, arising from internal decisions, while, in 2021, it is endogenous, being directly related to the Covid-19 pandemic.

**Keywords:** Inflation Targeting Regime. Inflation. Price control.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Abertura do IPCA – POP 2020 .....	16
Gráfico 2 – Histórico inflacionário no Brasil de 1980 a 1994.....	18
Gráfico 3 – Histórico de Inflação no Brasil de 1994 a 2021 .....	19
Gráfico 4 – Histórico IPCA e SELIC pós Regime de Metas (1999-2021) .....	23
Gráfico 5 – Histórico de metas de inflação e do índice IPCA de 2004 a 2021 .....	25
Gráfico 6 – Histórico IPCA de 2007 a 2018 (%) .....	26
Gráfico 7 – Histórico da Taxa Selic e do IPCA durante o Governo Dilma (2011-2016) .....	30
Gráfico 8 – Histórico Taxa Selic x IPCA (2006-2011).....	32
Gráfico 9 – Histórico IPCA – 2015 a 2021 (%) .....	39
Gráfico 10 – Variação Cambial frente ao Dólar Americano (Dez-19 a out-20) .....	41
Gráfico 11 – Investimento Estrangeiro Direto Anual de 2016 a 2021 (US\$ Bilhões) .....	42
Gráfico 13 – Histórico da Taxa de juros – 2016 a 2021 .....	45

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Principais indicadores macroeconômicos pré (2010) e durante o Governo Dilma (2011-2016) .....	28
Tabela 2 – Histórico das principais commodities, do dólar e do IED durante o Governo Dilma (R\$).....	30
Tabela 3 – Principais indicadores macroeconômicos de 2019 a 2021 .....	40
Tabela 4 – Variação do IPCA por item acumulado em 2020 e 2021 .....	46
Tabela 5 – Variação da tarifa de energia elétrica em 2021 .....	48

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....</b>	<b>13</b>
2.1	INFLAÇÃO: CONCEITO .....	13
2.2	ÍNDICES DE PREÇOS NO BRASIL.....	14
2.3	A IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL.....	17
2.4	REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO .....	21
<b>3</b>	<b>O PICO INFLACIONÁRIO DE 2015 – ANÁLISE DO GOVERNO DILMA .....</b>	<b>26</b>
3.1	PANORAMA DO GOVERNO DILMA.....	27
3.2	O CENÁRIO INTERNACIONAL.....	28
3.3	POLÍTICA MONETÁRIA ADOTADA NO GOVERNO DILMA.....	30
<b>3.3.1</b>	<b>Política Anticíclica</b>	<b>31</b>
<b>3.3.2</b>	<b>A Heterodoxia e as Medidas Macroprudenciais</b>	<b>32</b>
3.4	POLÍTICA FISCAL .....	34
3.5	OS PREÇOS ADMINISTRADOS.....	35
<b>4</b>	<b>O PICO INFLACIONÁRIO DE 2021 .....</b>	<b>39</b>
4.1	EFEITOS ECONÔMICOS DA PANDEMIA DE COVID-19 .....	39
<b>4.1.1</b>	<b>Impacto Cambial</b>	<b>40</b>
<b>4.1.2</b>	<b>Política Fiscal em 2020 e 2021</b>	<b>43</b>
<b>4.1.3</b>	<b>Política Monetária em 2021.</b>	<b>44</b>
4.2	DESEMPENHO DO IPCA EM 2021 .....	45
<b>4.2.1</b>	<b>Alta dos itens de transporte no índice IPCA</b>	<b>46</b>
<b>4.2.2</b>	<b>Alta dos itens de habitação no índice IPCA</b>	<b>47</b>
<b>4.2.3</b>	<b>Alta dos itens de alimentação e bebidas no índice IPCA</b>	<b>48</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>50</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>52</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Entre o ano de 1960 e o a metade da década de 1990, o Brasil vivenciou a implementação de diversos planos econômicos que visavam o controle das altas taxas de inflação apresentadas na época. Apenas em 1994, com a execução do Plano Real aliado a realização do Regime de Metas de Inflação a partir de 1999, foi possível a efetiva redução das taxas de inflação no Brasil.

Seguindo a definição de Bernanke e Mishkin (1997), um regime de metas de inflação é uma política monetária que visa principalmente taxas baixas e estáveis de inflação que acompanha uma meta estabelecida para tempo determinado. No Brasil, o instrumento de controle inflacionário do RMI é a taxa de juros, de acordo com Carrara e Correa (2012). Desde o seu início, apenas três anos não corresponderam as metas estipuladas para inflação pela autoridade monetária: 2002, 2015 e 2021.

Em 2015, o primeiro ano do segundo mandato do governo Dilma, a taxa anual de inflação foi de 10,67%. Dentre os fatores a serem correlacionados com a alta do índice, a compreensão das políticas governamentais praticadas durante o governo Dilma é essencial para o entendimento das causas desse pico inflacionário. Além disso, a análise do impacto do cenário internacional e da ótica de oferta e da demanda de produtos e serviços considerados centrais na compreensão da inflação permitem o maior conhecimento da conjuntura econômica responsável pela pressão inflacionária.

Em 2021, segundo ano de pandemia de Covid-19, a taxa anual de inflação foi de 10,06%. A chegada da pandemia de Covid-19 em 2020 promoveu a desaceleração econômica, em virtude da necessidade de isolamento social, gerando um choque de oferta e demanda. Todavia, apenas com a retomada das atividades em 2021 foi possível o repasse dos preços pressionados em 2020.

O objetivo desse estudo é compreender e comparar as causas da não ocorrência de taxas inflacionárias dentro da meta de inflação nos anos de 2015 e de 2021. A escolha dos dois períodos de alta mais recentes decorre da maior consolidação do RMI, fazendo a exclusão dos períodos de ajustes para análise. Esse trabalho divide-se em 5 capítulos, contando com introdução e conclusão.

O Capítulo 2 apresenta uma explicação sobre o controle inflacionário promovido pelo Plano Real e pelo Regime de Metas aliado a críticas as suas execuções. Define os tipos de inflação e descreve como a inflação é calculada no Brasil, elencando os principais grupos de produtos no índice oficial de preços, IPCA.

O Capítulo 3 e o Capítulo 4 têm como objetivo expor as possíveis causas da alta inflacionária de 2015 e 2021, respectivamente, por meio da abertura do índice oficial de inflação, o IPCA, do entendimento das políticas fiscais, monetárias e cambiais, da compreensão do impacto do cenário internacional na economia brasileira e do maior estudo de fenômenos específicos correlacionados a origem inflacionária. Os capítulos desenvolvem sobre cada um desses temas, visando correlacioná-los ou defini-los como o motivo do ambiente inflacionário instaurado naquele ano.

No capítulo 5 são apresentadas as conclusões do trabalho por meio de uma contextualização do capítulo 2 e uma comparação entre os capítulos 3 e 4. Dentre os diversos pontos correlacionados destaca-se a importância do câmbio e da precificação dos principais itens da base da cadeia de custos de produção no Brasil.

## 2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Nas últimas décadas, o controle da inflação manteve-se entre os principais pontos de preocupação do governo brasileiro. Diversos planos econômicos foram implementados visando conter a elevação descontrolada de preços, mas somente a partir da implementação do Plano Real foi possível o maior controle da inflação. Mais especificamente, com a implementação do Regime de Metas de Inflação que, segundo Giambiagi e Carvalho (2001), orientou a concentração da política monetária para o controle inflacionário e delimitou metas que possibilitaram a análise de desempenho em comparação com a inflação observada.

### 2.1 INFLAÇÃO: CONCEITO

De acordo com Vasconcelos (2017), a inflação pode ser definida como um aumento contínuo e generalizado no índice de preços, não podendo ser confundida com altas esporádicas de preços. A partir dela, surgiram diversas vertentes e variáveis. Dada a importância no cenário econômico, a inflação é tema de estudo de diversos teóricos. Dentre as principais teorias estão a inflação de demanda e a inflação de custo ou de oferta.

Segundo Vianna (2003), a inflação de demanda pode ser caracterizada como um aumento generalizado de preços motivado pela procura de bens e serviços não encontrando uma oferta que satisfaça o consumo, tornando necessário o aumento dos preços pelos empresários para reequilibrar a economia. Já a inflação de custos, é um aumento generalizado de preços motivado pelo aumento de preços ou quantidades de insumos utilizados na produção de diversos bens, gerando como consequência o repasse do preço para as mercadorias.

Outros dois conceitos de inflação devem ser levados em conta nesta análise. A inflação inercial, que de acordo com Simonsen (1984) ocorre quando fenômenos de expectativas e de realimentação provocam severos focos de resistência na própria taxa de inflação, uma memória de inflação passada provocaria uma expectativa de inflação futura. E a inflação importada, que segundo Vieira (2013, p. 139) “é um processo de inflação que tem como fato gerador o aumento do nível geral de preços internacionais de produtos importados, aumento do preço das commodities exportadas pelo país ao mercado internacional a desvalorização cambial.”.

Por outro lado, para Friedman (1968), a ocorrência da inflação deriva do aumento da quantidade de moeda acima da velocidade de produção de uma economia, ou seja, quando a

quantidade de moeda cresce mais do que a velocidade de produção haverá inflação. Dessa forma, o conceito de inflação é um comportamento errático da oferta monetária, sendo assim desvinculado de fatores não-monetários advindos da economia real.

Em uma abordagem pós keynesiana do tema, para Sicsu (2002) a identificação das possíveis causas inflacionárias permite a definição de sete tipos de inflação. Em sua obra, além da inflação importada e da inflação de demanda, ainda são elencadas as inflações de salários, de lucros, de rendimentos decrescentes, de impostos e os choques inflacionários, que podem ser considerados uma abordagem diferente para uma inflação de custos.

Destaca-se, para maior entendimento deste trabalho, os seguintes tipos de inflação elencados por Sicsu (2002): uma inflação salarial ocorre quando as negociações entre empregados ou sindicatos e empresários resultam em um aumento salarial. Essa alta promove o aumento de preços naquele setor caso não haja aumento de produtividade na mesma proporção, uma vez que o aumento dos custos ou das despesas para a produção de determinado bem tendem a ser repassados para o produto daquela indústria evitando a queda das margens de lucro; uma inflação de impostos ocorre quando a autoridade estatal opta pela elevação da tarifa tributária, impactando diretamente o nível de preços; uma inflação de lucros ou de grau de monopólio tende a ocorrer quando empresários observam um movimento mercadológico favorável ao aumento de suas margens de lucro e, conseqüentemente, implementam aumento nos preços dos produtos; e uma inflação por choque de oferta ocorre devido à redução de disponibilidade de produtos que são base para cadeias produtivas, gerando elevação de custos em uma economia.

## 2.2 ÍNDICES DE PREÇOS NO BRASIL

Segundo Froyen (1999), um índice de preços é uma metodologia de mensuração da inflação de determinado lugar e período. Define-se uma cesta de bens e serviços base a qual servirá de equiparação entre os períodos para reconhecimento do nível de preços. Para Versiani (2005), os índices de preços são a representação de uma média ponderada de determinado conjunto de preços por meio de um número. O cômputo de um índice de preços baseia-se num sistema de ponderação, que define a importância relativa de cada bem ou serviço no conjunto de preços considerado (Versiani, 2005)

No Brasil, existem vários índices de preços oficiais para diversos ramos com diferentes métodos de cálculo e utilização. De acordo com o Banco Central do Brasil (BCB), o processo inflacionário pós Regime Militar criou a necessidade de diferentes métodos para o

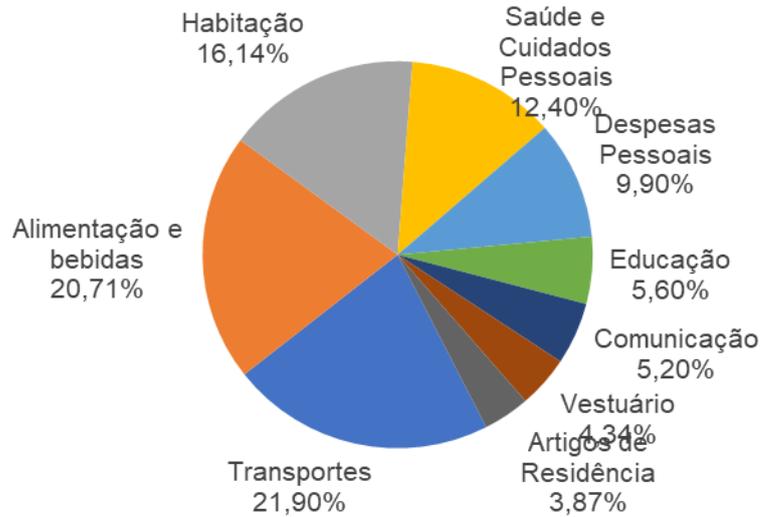
cálculo da variação dos preços visando propósitos específicos. Por exemplo, a criação do INPC (Índice Nacional de Preços do Consumidor) visou a compreensão do custo de vida dos trabalhadores urbanos e, desta forma, tornou-se o índice mais indicado para reajuste da folha salarial.

A partir da Resolução 2.615, de 30 de junho de 1999, o índice determinado como oficial para mensuração da inflação no Brasil é o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), calculado mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) desde 1979, que tem como objetivo mensurar a variação dos preços para o consumidor final. É uma variação do índice de Laspeyres, calculando a modificação do preço dos bens em períodos distintos, de acordo com a ponderação preestabelecida para cada bem, conforme o consumo das famílias.

O racional de cálculo baseia-se na variação dos preços nas cestas de consumo de famílias de renda equivalente a 1 até 40 salários-mínimos em 13 áreas geográficas: regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Vitória, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Porto Alegre, além do Distrito Federal e dos municípios de Goiânia e Campo Grande, o equivalente a cerca de 90% dos residentes dessas áreas. O Banco Central Brasileiro utiliza esse índice para formação e controle de políticas.

Em 2021, a cesta de produtos para o cálculo do IPCA e as suas devidas proporções foram definidas a partir da Pesquisa e Orçamentos Familiares, realizada pelo IBGE em 2020 para atualizar o perfil de consumo das famílias no Brasil. Ao todo, o índice conta com a variação de 465 produtos alocados em 10 categorias, conforme o Gráfico 1, abaixo. Além do peso de cada categoria e produto, o índice também atribui pesos para cada uma das 13 regiões conforme a renda média da população. Transportes, Alimentação e bebidas, Saúde e Cuidados Pessoais e Habitação são as principais categorias de cálculo do IPCA, somando juntos 71,2% do índice.

Gráfico 1 – Abertura do IPCA – POP 2020



Fonte: IBGE (2022)

Dentre os subitens que compõem essas categorias, os que obt m maior peso no IPCA são: a alimenta o no domicílio (14,99%), que é composta por alimentos primários diversos; encargos e manuten es (9,5%), que contemplam alugueis, reparos e outros; veículo próprio (11,0%), abrangendo compras de automóveis e manuten o; combustíveis (7,9%), com a gasolina como principal componente (6,58%); serviços de saúde (5,33%), contemplando as despesas com médicos e planos de saúde em essencial; e a energia elétrica residencial (5,1%).

A partir da composi o do IPCA, pode ser concluído que alguns eventos têm maior impacto sobre este  ndice, como: a oferta e a demanda do agronegócio, impactada tanto por questões climáticas (falta de chuvas, por exemplo) como pela dinâmica internacional do mercado (maior demanda no mercado externo, varia o cambial para o comércio exterior e outros); o consumo das famílias brasileiras; as decisões governamentais frente a itens regulados ou controlados pelo Estado (como energia elétrica, saúde pública e explora o de petróleo); e as varia es do mercado imobiliário por meio dos alugueis, diretamente influenciados pelo IGPM ( ndice Geral de Preços Mercado), seu  ndice de corre o — que é composto pelo  ndice de preços do atacado em 60%, pelo  ndice de preços do consumidor final em 30% e pelo  ndice de custos do setor de constru es habitacionais em 10%.

Nota-se que o câmbio aparece como coadjuvante principal nessa composi o. De acordo com Silva (2017), a taxa de câmbio impacta diretamente uma parte significativa dos bens que compõem o  ndice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), como, por exemplo, os preços administrados e os preços dos bens comercializáveis, que representam juntos quase 70% deste  ndice. (LOPES, 2011; SERRANO, 2010). Assim, a infla o não ocorre apenas

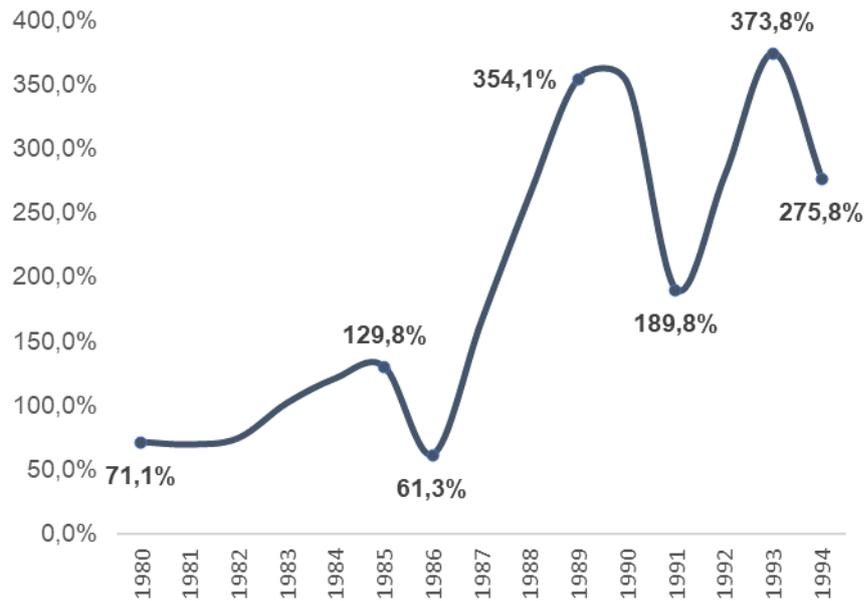
pelo aquecimento da demanda agregada, mas está associada, sobretudo, a pressões de custos. A variação da taxa de câmbio tem impactos diretos e indiretos sobre os preços da economia, o que provoca a variação dos custos e, portanto, dos preços. Diversos autores mostram que o canal do câmbio tem sido significativamente mais importante para o controle da inflação do que um eventual controle da demanda agregada (CARDOSO; FERREIRA; JAIME JUNIOR, 2005; KREGEL, 2004; NOGUEIRA JUNIOR., 2007; VIEIRA, 2004).

### 2.3 A IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL

Ao longo da formação econômica brasileira, a inflação foi um dos principais problemas a serem enfrentados pelos gestores públicos. Todavia, no século XX, houve o agravamento deste cenário, resultando em um ambiente de alta infla. Dentre as suas principais causas estão a dívida externa acumulada dos anos 1970, o choque do petróleo, o choque dos juros e a suspensão de financiamentos externos.

Esse cenário de descontrole inflacionário resultou no desenvolvimento de diversos planos econômicos para o controle inflacionário a cada gestão executiva, como o Plano Cruzado I e II (congelamento de preços); o Plano Bresser em 1987 (congelamentos temporários de preços, câmbio e salários); o Plano Cruzado Novo em 1989 (modificação do índice de rendimento da caderneta de poupança, congelamento de preços e salários, e a criação de uma nova moeda); e o Plano Brasil Novo (também conhecido como Plano Collor) em 1990, dividido em dois momentos (política de preços, mudança de moeda para cruzeiros, confisco de poupanças e redução estatal). Fato é que nenhum destes planos foi eficientemente capaz de controlar a inflação, tornando necessário o desenvolvimento de um novo plano. Segundo Bresser Pereira, esses planos contribuíram para desorganização da economia, por muitas vezes tendo resultado contrário aos seus objetivos e assim acelerando o patamar inflacionário. O gráfico 2 apresenta o patamar inflacionário no Brasil entre o ano de 1980 e o ano de 1994.

Gráfico 2 – Histórico inflacionário no Brasil de 1980 a 1994



Fonte: Bacen (2022)

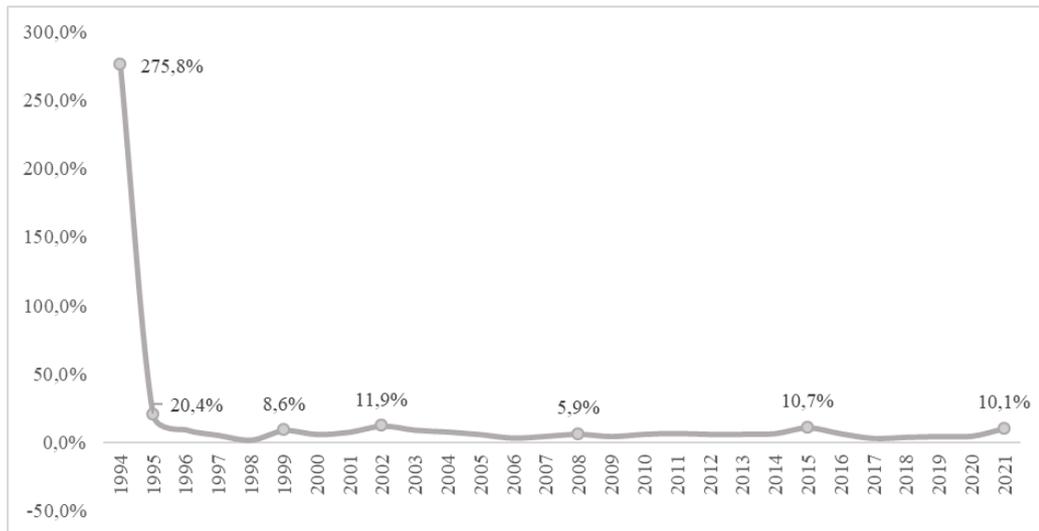
Em 1994, durante o governo Itamar Franco, foi criado o Plano Real, o sexto grande plano de estabilização inflacionária desde o Regime Militar, o qual visava resolver o ambiente hiperinflacionário instaurado na época no Brasil, conforme explica Ianoni (2009). Diferentemente dos planos anteriores, o Plano Real não teve como foco os sintomas inflacionários — como ocorreu no Plano Cruzado com o congelamento de preços —, mas sim a estrutura econômica que causava a desestabilização.

O controle das contas públicas foi um dos pilares do Plano Real e o cenário pós constituição de 1988 era favorável a este movimento, uma vez que o processo de aprovação do orçamento da União foi alterado, facilitando seus trâmites. Considerando as experiências brasileiras anteriores, a impressão de moeda para financiamento do déficit público não era uma opção, mas sim o controle fiscal.

O controle cambial também estava entre os pilares do plano, que reconhecia que uma desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar resultaria no retorno da inflação. Dessa forma, a moeda americana foi utilizada como âncora e, por meio de um regime de bandas cambiais, o governo estabeleceu que um real equivaleria próximo a um dólar, o que foi possível por meio da manipulação da taxa de juros, de acordo com Sayad (1995). A partir de bandas cambiais pré-definidas, o Banco Central compraria ou venderia moeda no mercado, respeitando o regime cambial em andamento, o de câmbio fixo. Compreende-se que, para que houvesse uma estabilização cambial, seria necessário um montante expressivo de reservas

internacionais, o que facilitaria a negociação de divisas. Logo, a utilização de uma taxa atrativa de juros motivaria os investidores internacionais a alocarem seus capitais no Brasil, aumentando a entrada de divisas. O gráfico 3 elenca o histórico inflacionário depois da implementação do Plano Real.

Gráfico 3 – Histórico de Inflação no Brasil de 1994 a 2021



Fonte: Banco Central do Brasil (2022)

Segundo Weiss (2010), a situação era favorável à execução do Plano Real nos seus primeiros anos. As reservas internacionais, que tinham papel fundamental, eram impulsionadas por um contexto externo favorável de maior credibilidade ao pagamento de dívida por parte de países latinos, dada a assinatura do Acordo Brady e à prática de taxas de juros reais de alta rentabilidade para o capital estrangeiro no Brasil. Apesar do acúmulo expressivo de reservas internacionais, a maior parte delas estava alocada em entradas líquidas de investimentos em carteira e empréstimos de curto e médio prazo, de acordo com Batista Jr. (1996).

O foco na resolução da situação inflacionária por meio de altas taxas de juros em um cenário de câmbio fixo e abertura cambial, intensificou a dependência brasileira dos fluxos estrangeiros para manutenção da sua política. Conforme Batista Jr (1996), o cenário torna-se ainda mais denso quando o tesouro decide atrelar seus títulos ao dólar como medida de solução ao alto custo do endividamento proporcionado pela alta taxa de juros em maioria.

Entretanto, em consequência das crises cambiais do Sudeste Asiático em 1997 e da Rússia em 1998, os investidores estrangeiros migraram seus capitais de países emergentes para economias centrais, resultando no descontrole cambial decorrente da baixa oferta de

dívidas em países emergentes, como o Brasil. Segundo Weiss (2010), o risco de investir em economias emergentes no cenário internacional vigente demandava um alto prêmio, tornando necessárias taxas ainda mais altas de juros e, conforme Belluzo e Almeida (2002), o mercado possuía certa desconfiança tanto na política cambial, quanto na política monetária praticada no Brasil — por apresentar relevantes déficits na conta de transações correntes e pela percepção de uma reserva internacional majorada pelas taxas de juros em sua composição.

A tentativa de controle cambial por meio do regime de câmbio fixo estabelecido, gerou expressiva redução das reservas internacionais, que passaram de US\$ 74 bilhões, em abril de 1998, para cerca de US\$ 30 bilhões, quando houve a liberação do câmbio em 15 de janeiro de 1999, de acordo com os dados do Banco Central do Brasil (BCB). Além disso, a autoridade monetária optou por sucessivas elevações da taxa de juros, visando atrair o capital externo, mas não obteve sucesso, apenas fomentou a desaceleração econômica. Segundo Silva (2002), o impacto das altas taxas de juros resultaram na expansão do déficit nominal do governo e na elevação da dívida pública interna líquida, que passou de 23,7% do PIB em 1994 para mais de 35% em 1998, o que fragilizou financeiramente o governo, o tornando refém da armadilha dos juros elevados.

Neste período, o câmbio sofreu uma desvalorização próxima a 70% que, conforme Silva (2002), foi resultado do estado de vulnerabilidade do país frente a liberação da economia e a dependência do fluxo de capitais externos para o sucesso do programa de controle inflacionário. Para melhor entendimento do impacto da taxa de câmbio na inflação, torna-se necessário o maior entendimento do conceito de *pass-through* cambial. Conforme a leitura de Campa e Goldberg (2005), o *pass-through* da taxa de câmbio pode ser descrito como o movimento de variação na inflação ocorrido devido a uma variação na taxa de câmbio nominal, ou melhor, o quanto variam percentualmente os preços dos bens domésticos em moeda local quando acontece uma variação na taxa de câmbio.

A partir deste cenário, o governo brasileiro modificou a sua política cambial com a adoção do regime de câmbio flutuante. O regime foi originado do comunicado de número 6.565, de 18 de janeiro de 1999, do Banco Central do Brasil (BCB), documento pelo qual a autoridade monetária comunicou a todos que, a partir daquela data, “deixaria que o mercado definisse a taxa de câmbio, nos segmentos livre e flutuante, vindo a intervir, ocasionalmente, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio” (BCB, 1999). Desta forma, o Banco Central do Brasil constatou que o que seria implementado a partir daquele momento é o chamado câmbio de flutuação suja, visto que “ocasionalmente” a autoridade

monetária interviria no mercado de câmbio, visando conter oscilações bruscas, sem reais fundamentos econômicos como explicação.

Durante a vigência deste regime, houve um *trade-off* entre os desafios colocados à gestão cambial e as possibilidades e capacidades efetivas do Banco Central do Brasil de controle cambial. Isto ocorre devido à limitação de capacidade ação, visando estar alinhado com as principais metas da instituição. Dessa forma, a autoridade monetária necessitava estar sempre atenta às possibilidades de efeito de cada ação de gestão cambial para evitar distanciar-se das principais metas estabelecidas, quais sejam: i) atenuar a volatilidade e a desvalorização da taxa cambial devido aos seus efeitos negativos sobre a inflação – cumprindo a função de auxiliar a política monetária, já que a elevação da taxa de juros nesse contexto se revelou praticamente inócua em conter a alta de preços – e, em menor medida, sobre a situação patrimonial dos agentes com passivos em dólares; e ii) prover liquidez para conter desordens de mercado e, assim, garantir a estabilidade financeira (PRATES, 2015).

Ainda em 1999, seguindo as tendências da política monetária internacional do período, foi implementado o Regime de Metas de Inflação com o objetivo de orientar a política monetária e as expectativas dos mercados por meio de metas de inflação. Um contexto de câmbio flutuante onde o Banco Central detém independência operacional para a condução da política monetária, visando alcançar a meta inflacionária estabelecida pelo governo.

#### 2.4 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Durante os anos 1990, o regime de metas de inflação veio a ser difundido pelo mundo como uma ferramenta institucionalizada de controle da dinâmica de preços. Segundo Carrara e Correia (2012), o regime permitia maior transparência na condução das políticas monetárias, proporcionava maior credibilidade e força de atuação à autoridade monetária do país e ainda eliminava possíveis vieses inflacionários. Esse regime tem como base teórica os estudos da escola novo-clássica, oposta às ideias keynesianas e responsável pelas teorias das expectativas racionais, do equilíbrio contínuo dos mercados, da ineficácia e da inconsistência temporal da política monetária e da defesa da tese de independência do Banco Central.

Mishkin (2011) sintetiza os princípios do Novo Consenso Macroeconômico: 1) a inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços tem importantes benefícios; 3) não existe nenhum *trade-off* de longo prazo entre desemprego e inflação; 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5) taxa real de juros precisa

aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor; 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal; 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados de política monetária; 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio.

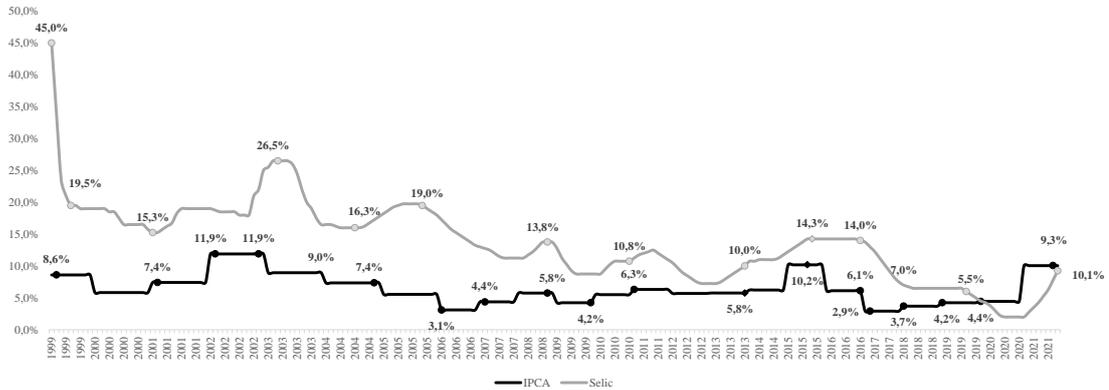
Seguindo a tendência das políticas monetárias praticadas pelo mundo no período, no ano de 1999 o Regime de Metas de Inflação (RMI) foi implementado no Brasil. De acordo com Bernanke e Mishkin (1997), o regime de metas de inflação pode ser definido como uma política monetária que tem como principal foco a prática alinhada e contínua de uma inflação baixa e estável por meio de uma meta numérica previamente anunciada (ou uma banda de variação) para a taxa de inflação (medida com base em um índice selecionado), dentro de um intervalo pré-definido. De acordo com Carrara e Correia (2012), as autoridades monetárias brasileiras não seguiram a política adotada por países como Canadá, Nova Zelândia, Austrália, Holanda e Suécia que adotaram como parâmetro alguma medida do núcleo de inflação, que acaba por isolar os efeitos de choques temporários sobre a inflação ao excluir ou alocar menor importância aos aumentos provocados por fatores temporários ou casuais na composição do índice de preços.

O RMI foi formalizado no Brasil por meio do Decreto Presidencial nº 3.088, de 21 de junho de 1999, o qual definia os principais objetivos da nova política monetária, dentre eles: a fixação de metas de inflação com base em variações anuais de um índice de preços conhecido; o empoderamento do Conselho Monetário Nacional como responsável pela definição das metas de inflação, seus respectivos intervalos de variação e o índice de preços a ser cotado, por meio de proposta do ministro da Fazenda; a responsabilização do Banco Central do Brasil pela efetivação das metas estabelecidas através dos instrumentos necessários; e a criação do Relatório Trimestral de Inflação, visando a transparência da política. De acordo com Sicsu (2002), os pilares econômicos do RMI são a taxa natural de desemprego, o viés inflacionário e a curva-expectacional de Phillips.

Nesta linha, o principal instrumento à disposição da autoridade monetária ao formular suas políticas de contingência de metas é a taxa de juros. No Brasil, a taxa Selic é a taxa básica de juros oficial, taxa referencial. A sua definição é realizada por meio de reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM), e seu cálculo é estipulado por meio da regra de Taylor modificada pela autoridade monetária. O cálculo da inflação no Brasil é oficialmente feito pelo IBGE, uma vez que o índice oficial do nível de preços é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE). A escolha do índice foi feita visando maior credibilidade

ao regime por meio de um índice cheio, aquele que não expurga os elementos voláteis ou os preços administrados do índice de preços. O gráfico 4 destaca a variação da taxa básica de juros e a variação do índice oficial de inflação, IPCA, após a implementação do RMI.

Gráfico 4 – Histórico IPCA e SELIC pós Regime de Metas (1999-2021)



Fonte: Banco Central do Brasil (2022)

Com exceção dos últimos anos, historicamente o Brasil conservou taxas de juros consideradas demasiadamente elevadas ao compararmos com o ambiente internacional. As abordagens de alguns importantes economistas — Bresser-Pereira e Gomes (2009), Modenesi e Modenesi (2012) e Campedelli e Lacerda (2014) — concluem que a ideia subjacente à implementação do RMI no Brasil era a possibilidade de estabelecimento de condições que propiciassem o desenvolvimento de maior credibilidade na condução econômica do país, almejando o resultado de redução do patamar da taxa de juros e um ambiente econômico que sustentasse a implementação de reformas estruturais como, por exemplo, o fim da indexação dos preços administrados, o que de fato não foi verificado. O impacto do RMI sobre a taxa Selic, desde 1999, foi muito aquém do que se esperava. O Brasil continuou praticando taxas de juros reais altíssimas e a redução atual do patamar da taxa de juros não pode ser direcionada à implementação do regime, mas sim à condução econômica no período e ao ambiente internacional de alta liquidez.

Desta forma, entende-se que a experiência brasileira com a implementação do RMI tem sido marcada principalmente por forte rigidez, o que está diretamente relacionado às altas taxas de juros praticadas no país. Mesmo em um cenário com estabilidade de preços e adoção de superávits fiscais (por mais de uma década) para conter o déficit público, não foi possível reduzir a taxa de juros a níveis considerados padrão internacional. Por outro lado, quando analisamos o impacto do regime sobre a inflação, podemos concluir que ela esteve dentro das

metas estabelecidas desde 2004 (com exceção a 2015 e 2021). Porém, quando comparamos o cenário de implementação do RMI no Brasil com a implementação em outros países, os níveis inflacionários brasileiros continuam altos, ainda mais ao considerarmos que o país praticou altas taxas de juros em quase todo o período, as quais deveriam frear a demanda.

Neste sentido, a utilização exclusiva da taxa de juros como instrumento de política monetária para conter a inflação presume que maiores oscilações inflacionárias sempre decorrem de alterações de demanda, desconsiderando a possibilidade de choques de oferta. Os proponentes do RMI entendem a inflação como um fenômeno monetário e consideram a inflação como sendo um problema de excesso de demanda, que deve ser combatido com a política monetária contracionista, baseada em altas taxas de juros. A escola pós-keynesiana compreende que tanto a oferta agregada, quanto a demanda agregada podem causar inflação. Por meio da determinação da taxa de juros de curto prazo, o Banco Central procura manter a demanda agregada compatível com a oferta agregada (COUTO *et al.*, 2010).

Além disso, a prática de altas taxas de juros pode desestimular a economia, provocando queda na atividade econômica, uma vez que o custo do crédito encarece, reduzindo as expectativas de investimentos dos empresários e a dívida pública aumenta, visto que em sua maioria é formada por títulos indexados à taxa Selic, segundo Arestis, 2016. Nesse sentido, de acordo com Segundo Lopes *et al.* (2012, p. 288):

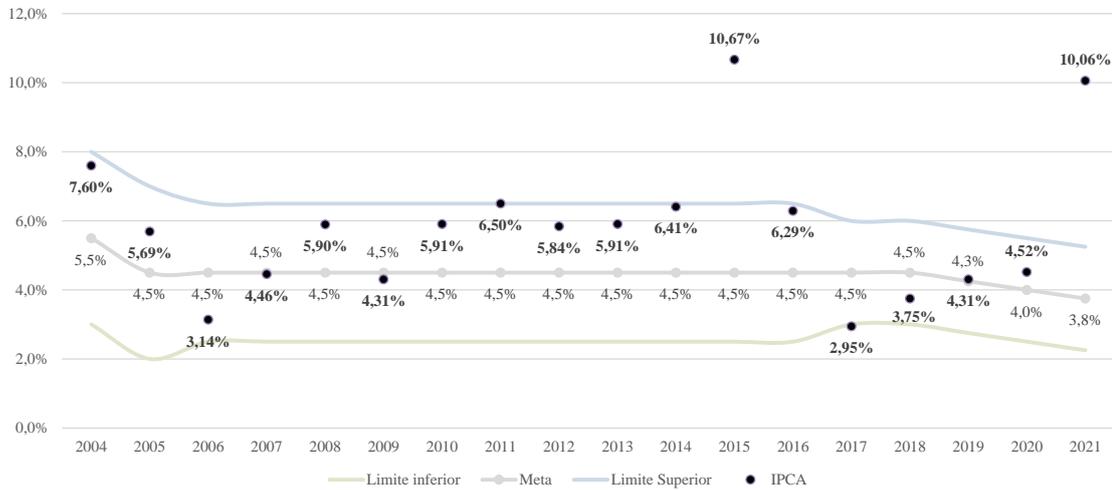
Ao aumentar a taxa de juros com o objetivo de reduzir o hiato do produto, o Banco Central pode não ter sucesso porque a capacidade produtiva da economia cai ou cresce pouco relativamente ao crescimento do produto efetivo. Isso pode levar a economia a conviver com constantes taxas de crescimento abaixo daquelas desejadas pela sociedade, devido ao ambiente desfavorável criado para as decisões de investimento.

Segundo Saraiva e Paula (2015), os estudos empíricos existentes sobre os efeitos da gestão da taxa de juros por meio do Regime de Metas de Inflação no Brasil enfatizam a necessidade da reavaliação dos efeitos reais da política monetária sobre produto e emprego. Nesta linha, em seus estudos Libânio (2010) avalia empiricamente a relação entre política monetária e desempenho econômico no Brasil durante o período 1999-2006 e identifica que a política monetária atua de forma pró cíclica e assimétrica a flutuações na atividade econômica. Ainda, de acordo com os estudos de Modenesi (2008), a implementação do RMI no Brasil, com a utilização de altas taxas de juros como principal meio de combate à inflação, tende a inibir o investimento privado ao contrair a demanda agregada; incentiva o influxo de capitais deteriorando o saldo do balanço de pagamentos; e provoca a redução de

investimentos público decorrente da elevação de despesas com a dívida pública, o que tende a impactar diretamente o crescimento econômico do país.

Pode ser concluído que o Regime de Metas de Inflação implantado no Brasil foi efetivo em relação ao combate da inflação, acompanhando a meta anual todos os anos a partir de 2004 (com exceção a 2015 e 2021), conforme o gráfico 5, mas, devido às altas taxas de juros praticadas para conter a inflação, promoveu a desaceleração econômica com níveis de produto anualmente abaixo do potencial brasileiro. Os próximos capítulos abordarão as causas da inflação fora da meta em 2015 e 2021 e como a autoridade monetária posicionou-se diante do regime de metas de inflação em ambos os períodos.

Gráfico 5 – Histórico de metas de inflação e do índice IPCA de 2004 a 2021



Fonte: Banco Central do Brasil (2021)

### 3 O PICO INFLACIONÁRIO DE 2015 – ANÁLISE DO GOVERNO DILMA

Divergindo dos anos do primeiro mandato do governo Dilma, o primeiro ano do segundo mandato apresentou patamares inflacionários representativamente acima da meta, acompanhados de sucessivos problemas fiscais que resultaram em um déficit primário a partir de 2014 e em uma depreciação cambial acumulada desde 2011. O ano de 2015 acumulou uma inflação de 10,2%, um dos poucos anos após a implantação do regime de metas que o IPCA apresentou mais de um dígito percentual em variação anual, de acordo com o gráfico 6.

Gráfico 6 – Histórico IPCA de 2007 a 2018 (%)



Fonte: IPCA (2022)

Diversos são os fatores que podem ser atribuídos para este cenário inflacionário, mas as decisões governamentais do período têm papel fundamental para a compreensão deste movimento. O cenário internacional não pode ser descartado completamente desta análise dada a hierarquia monetária e a posição brasileira como país emergente, mas a política monetária adotada e a gestão fiscal têm peso significativo na direção econômica brasileira.

Além disso, a correção dos preços administrados, neste mesmo ano, favoreceu, por óbvio, a elevação geral de preços contínua. Dada a importância econômica destes bens, o reajuste resultou em uma mudança de direção no cenário econômico, com destaque para as altas dos combustíveis e da energia elétrica. Esta seção contém uma análise sobre cada um destes pontos, buscando estabelecer como cada um impactou no pico inflacionário de 2015.

### 3.1 PANORAMA DO GOVERNO DILMA

Em 2011, quando Dilma Rousseff foi empossada como presidente do Brasil, o país apresentava, em geral, bons indicadores macroeconômicos, dado que o governo anterior promoveu uma rápida recuperação aos efeitos da crise de 2008, segundo Dweck e Teixeira (2017). No ano anterior, 2010, o PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro havia crescido 7,5%, sendo este o maior crescimento econômico registrado no país em 24 anos, a taxa de desemprego apresentava baixos patamares fechando em 6,7% ao ano e a inflação, nesta mesma linha, concluía o ano a 5,9%, conforme dados do IBGE.

Pode-se afirmar que os primeiros anos do governo foram de desaceleração econômica, visto que o país apresentou baixas taxas de crescimento. Entretanto, considerando o conceito de estagnação econômica de Sandroni (1999), é possível afirmar que o primeiro governo Dilma foi um período de estagnação, embora o seu crescimento médio seja superior ao período que a sucedeu. Segundo Sandroni (1999), a estagnação econômica ocorre quando o produto nacional não apresenta crescimento correspondente ao potencial econômico do país.

De acordo com Deweck e Teixeira (2017), a recessão econômica sucedeu a desaceleração econômica do primeiro mandato, podendo esta ser atrelada aos choques econômicos que vieram a retrair as receitas tributárias e provocaram piores consecutivas na situação fiscal. Observou-se um cenário insatisfatório economicamente em 2015 quando a inflação alcançou 10,67%, o maior patamar desde a implementação do RMI em 1999, e houve redução do PIB em 3,5%. O país ingressava em uma recessão econômica do segundo trimestre de 2014 até o quarto trimestre de 2016 apresentando queda de 3,5% do PIB em 2015 e 3,3% em 2016, em linha com a tabela 1. Segundo Sandroni (1999), uma recessão econômica é uma conjuntura de declínio que engloba queda da produção, aumento do desemprego, diminuição da taxa de lucros e crescimento dos índices de falências e concordatas. Essa situação pode ser superada num período breve ou pode estender-se de forma prolongada, configurando então uma depressão ou crise econômica, o que não foi o caso, visto que o crescimento foi retomado em 2017.

Tabela 1 – Principais indicadores macroeconômicos pré (2010) e durante o Governo Dilma (2011-2016)

<b>Principais indicadores macroeconomicos</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
PIB (variação)	7,50%	4,00%	1,90%	3,00%	0,50%	-3,50%	-3,30%
Inflação (Variação)	5,9%	6,5%	5,8%	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%
Taxa de desemprego (variação)	6,7%	6,0%	7,4%	7,1%	6,8%	8,5%	11,5%
IED (US\$ BI)	82,4	102,4	92,6	75,2	87,7	64,7	74,3
Taxa Selic (Meta final ano)	11,0%	11,0%	7,0%	10,0%	12,0%	14,0%	14,0%
Dólar (R\$ média anual)	1,76	1,68	1,96	2,16	2,35	3,33	3,49

Fonte: IBGE e BACEN (2022).

### 3.2 O CENÁRIO INTERNACIONAL

O cenário internacional durante o governo Dilma pode ser considerado favorável no que se refere à economia brasileira, visto que os preços das commodities estavam em alta e o mundo presenciava um ciclo de liquidez pós-crise de 2008. Por outro lado, os países desenvolvidos apresentavam baixas taxas de crescimento, o que alguns autores sugerem ter influenciado diretamente a desaceleração da economia brasileira.

Somado a isto, a China, o principal país importador de produtos brasileiros nas últimas décadas, apresentou redução de crescimento econômico entre 2014 e 2016 e isso impactou diretamente as exportações brasileiras. Conforme dados do MDIC, de 2000 a 2010, as exportações do Brasil para a China foram de US\$ 1,1 bilhão (2% das exportações brasileiras) para US\$ 30,8 bilhões (15% do total). Segundo Fuser (2015), o quadro de dependência brasileira do comércio com a China devido a intensificação das exportações tornou evidente que qualquer desaceleração da economia chinesa impactaria a economia brasileira. Segundo dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), as exportações brasileiras para a China passaram de US\$ 46,0 bilhões em 2013, para US\$ 40,6 bilhões em 2014, para US\$ 35,2 bilhões em 2015 e para US\$ 35,1 bilhões em 2016.

De acordo com Sicsu (2002), as inflações realizadas nos anos 1950-1960 na América Latina emergiram a partir da alta demanda por importações advinda do crescimento econômico dessas nações que eram basicamente exportadoras de bens primários. Esses bens tendem a possuir demanda internacional quase inelástica, o que resultou em um déficit externo significativo que pressionou o mercado de câmbio, o qual refletiu em desvalorização cambial. Este cenário promovia o aumento generalizado dos preços, uma vez que a base dos custos de produção destas economias, especializadas em bens primários, era internacionalizada. Em comparação com o cenário de desvalorização cambial a partir de 2011, segundo dados do Banco Central do Brasil, as transações correntes apresentavam

déficits significativos com expressivo aumento no ano de 2014, período em que as taxas de crescimento do PIB ainda eram positivas. A redução do déficit externo só ocorreu a partir de 2015, junto ao cenário de desaceleração econômica e em linha com a tese apresentada por Sicsu (2002).

Segundo Reinhart e Rogoff (2008), o pós-crise financeira de 2008 foi marcado por um fluxo expressivo de capitais para as economias em desenvolvimento, o que caracterizou um período de “bonança”. De acordo com Pastore e Pinotti (2014), devido a uma poupança doméstica insuficiente, países como o Brasil recorrem ao financiamento de seus déficits em conta corrente às disponibilidades da poupança externa, fluxo de capital estrangeiro. Esses autores argumentam que a “bonança” teria acabado na metade do governo Dilma, tornando necessário um ajuste recessivo com desvalorização cambial. Os novos desenvolvimentistas, por sua vez, como Bresser-Pereira, analisavam a insuficiência de um crescimento via poupança externa e determinavam a necessidade de um ajuste fiscal e cambial para reduzir as possibilidades de piora das condições econômicas, cenário que veio à tona em 2015.

Dentre os diversos fatores que podem ser estudados e atribuídos à piora econômica no governo Dilma, é válida a compreensão dos impactos dos mercados externos na economia no período, mas não é factível definir este como o fator central. Segundo Curado e Nascimento (2015), compreende-se que o grau de fechamento da economia brasileira é relativamente significativo, cenário no qual as exportações não possuem tamanha importância na determinação da demanda agregada ou se quer representaram historicamente o motivo de crescimento do PIB. Ou seja, a baixa representatividade das exportações no PIB o torna menos suscetível ao mercado internacional.

Ademais, os indicadores econômicos que poderiam ter sido influenciados pelo mercado externo apresentavam bons resultados, como a maior entrada de capital estrangeiro e a recuperação de preços das commodities após a crise de 2008, conforme a tabela 2. Neste sentido, constata-se que fatores internos tendem a ter maior representatividade na desaceleração econômica brasileira do que o cenário externo. Serrano e Summa (2015) contrariam os comunicados oficiais do governo que estabeleciam a redução das exportações devido à crise internacional como a principal causa da queda do desempenho econômico brasileiro. A lógica trabalhada desenvolve que as vendas externas são pouco representativas da demanda agregada brasileira e que os financiamentos dos déficits correntes foram estabelecidos normalmente no período. A conclusão destas análises determina que a reversão da macroeconomia expansiva (aplicada até 2010) foi fundamental para desaceleração econômica no país.

Tabela 2 – Histórico das principais commodities, do dólar e do IED durante o Governo Dilma (R\$)

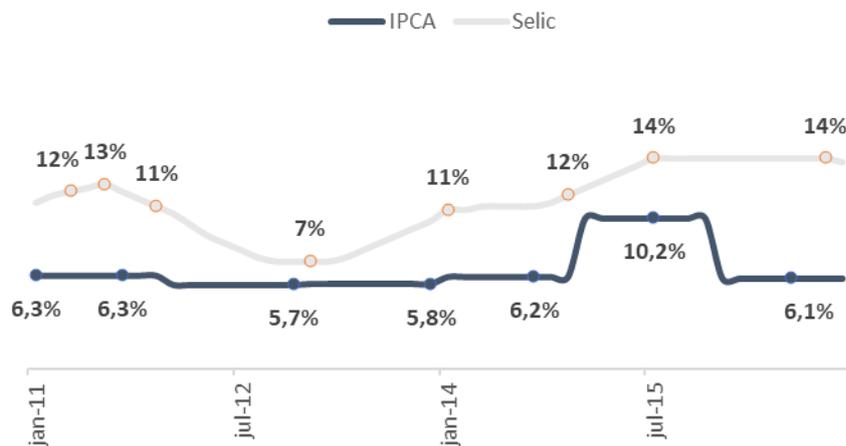
Histórico	Soja	Boi Gordo	Açúcar Branco	Minério de Ferro	Dólar	IED (R\$ BI)
2011	49,0	101,7	49,3	229,0	1,7	172,0
2012	68,7	94,8	49,8	252,0	2,0	181,5
2013	69,0	102,6	42,0	293,3	2,2	162,4
2014	67,3	126,3	43,2	162,0	2,4	206,1
2015	72,7	145,4	49,0	131,8	3,3	215,5
2016	81,5	152,9	65,8	278,3	3,5	259,3

Fonte: CEPEA, BACEN e CME.

### 3.3 POLÍTICA MONETÁRIA ADOTADA NO GOVERNO DILMA

Apesar de não ter abandonado oficialmente o tripé macroeconômico estabelecido em 1999, segundo Mesquita (2014), a política macroeconômica praticada no governo Dilma adotou instrumentos e objetivos de curto prazo distintos dos adotados no modelo principal. A condução da política monetária foi marcada pela ruptura das altas taxas básicas de juros no país. A taxa de juros atingiu o patamar mais baixo registrado até 2013, conforme o gráfico 7, após uma sequência de reduções determinadas pela autoridade monetária, esta taxa estabeleceu a economia brasileira entre as economias com taxas reais de juros consideradas “normais” (na casa de 2% a.a.).

Gráfico 7 – Histórico da Taxa Selic e do IPCA durante o Governo Dilma (2011-2016)



Fonte: BACEN e IBGE (2022)

Inicialmente, a política monetária foi conduzida por meio de medidas heterodoxas, visando alcançar amplo controle de um cenário inflacionário, reduzindo a importância de uma alta taxa de juros, mas utilizando ferramentas de controle da inflação fora do âmbito da demanda. Estas ferramentas eram direcionadas a incentivar o consumo, os investimentos, o

acesso ao crédito e o papel dos bancos públicos no fomento à economia. O governo compreendia que uma maior atuação de controle estatal sob as bases econômicas estabelecidas promoveria bons resultados econômicos. Entretanto, nos anos seguintes, ocorreu aumento das pressões inflacionárias, principalmente devido à depreciação cambial, que pode ser atribuída às baixas taxas de juros praticadas no período e ao desajuste fiscal, o que demonstra a falta de sucesso destas medidas. A partir do final de 2013, o governo retoma a gestão ortodoxa para conter a inflação. Segundo Campedelli (2014), a pressão dos agentes econômicos, principalmente os financeiros, para o retorno ao controle mais rígido da inflação pelas vias ortodoxas impossibilitou a continuidade da gestão monetária por outro caminho.

### **3.3.1 Política Anticíclica**

De acordo com Barbosa (2013), anteriormente à crise mundial de 2008, a partir do colapso do banco Lehman Brothers em setembro, durante o governo Lula, a política monetária adotada tendia a ortodoxia ao adotar elevadas taxas de juros continuamente. Pouco antes da quebra do banco, a taxa Selic era de 13,75%, o seu maior patamar neste período. Esse movimento era defendido como uma medida de prevenção que visava impedir o retorno de um cenário de descontrole inflacionário, visto que a demanda estava aquecida no país e o aumento da taxa de juros provocaria a queda dos níveis de atividade. Durante a crise financeira de 2008, o Banco Central compreendeu que a continuação da utilização desta política reduziria a possibilidade de um reflexo de elevação inflacionária.

Entretanto, em 2009 a autoridade monetária iniciou um ciclo de reduções na taxa Selic, segundo Barbosa (2013), motivadas pela percepção de que possíveis riscos inflacionários não tenderiam a ocorrer. Logo em 2010, a economia brasileira retoma um forte aquecimento, apresentando o maior crescimento de PIB em 24 anos, e provoca novamente preocupação do Banco Central em relação a um possível cenário de alta inflação o que resulta na retomada do ritmo de elevações da taxa básica de juros do país até o final do primeiro ano do governo Dilma (2011).

Pode-se concluir que o período observado (2006-2011) foi marcado por uma política monetária anticíclica na qual períodos de alta da taxa de juros são sucedidos por períodos de redução e vice-versa. Nota-se que a política foi eficiente ao estabelecer níveis inflacionários correspondentes aos estipulados como meta para cada ano, porém a tendência inflacionária no período foi de alta, ao passar de 3,1% em 2006 para 6,5% em 2011, correspondendo a tendência da taxa Selic de baixa no período, como pode ser observado no Gráfico 8, abaixo.



As medidas macroprudenciais a serem adotadas previam a estabilização das mais diversas áreas econômicas por meio de algum instrumento de determinação estatal, visando não apenas o controle sob ótica da demanda (como acontece com as alterações na taxa de juros), mas tentando abranger e antecipar as diversas possíveis causas inflacionárias.

Segundo o Banco Central Europeu, uma estratégia de política macroprudencial tem como objetivo a preservação da estabilidade financeira, tornando o sistema financeiro mais resiliente e visando a redução do risco sistêmico. Um risco sistêmico pode emergir de choques macroeconômicos graves, de desequilíbrios financeiros, assim como de efeito contágio (impactos advindos de situações de desequilíbrio de economias relacionadas).

No Brasil, a política macroprudencial foi exercida por meio das seguintes medidas: a elevação de depósitos compulsórios; a elevação dos requerimentos de capital dos bancos; o controle mais rígido dos preços administrados; e a elevação do IOF sobre operações de crédito pessoal. Em suma, estas medidas tinham como objetivo a redução da velocidade de expansão de crédito e foram efetivas ao constatar-se o menor patamar histórico da taxa Selic ao final de 2012 (7,25% ao ano). Todavia, o setor financeiro privado não acompanhava a redução das taxas juros, o que motivou o governo a realizar uma redução forçada da taxa de juros praticada por bancos públicos visando a redução das taxas de juros das instituições privadas.

Segundo Curado e Nascimento (2015), uma redução na taxa básica de juros não deve ser feita sem considerar as condições operacionais da economia necessárias para que a queda seja sustentada, como a redução significativa das expectativas de inflação. A política monetária não deveria ser influenciada por decisões políticas, mas respeitar as variáveis econômicas impostas à autoridade monetária. O ciclo de redução da taxa de juros do país torna o Brasil menos atrativo para o investidor estrangeiro, o que provocou o início de um ciclo de depreciação cambial. Neste sentido, e reconhecendo o sucesso em manter a inflação dentro da meta durante o período, o ponto de atenção a tais medidas era que somente eram bem-sucedidas devido à falta de atualização dos preços administrados, mantidos abaixo da própria inflação durante o período.

A política de redução da taxa Selic em um cenário de expectativas de alta pode ser considerada um erro. De acordo com Curado (2015), uma redução da taxa básica de juros não pode ser feita por meio de vontade política, é necessário que haja as condições econômicas ideais com expectativas inflacionárias de queda para que a taxa de juros siga a mesma direção. Seguir o regime de metas de inflação é essencial para uma boa administração econômica de longo prazo.

A partir de 2013, devido à grande pressão dos agentes econômicos — principalmente os relacionados ao mercado financeiro — o governo optou pelo retorno da política ortodoxa, reduzindo a utilização de medidas macroprudenciais, com exceção ao controle rígido dos preços administrados, que foi mantido. Sendo assim, a partir de 2013, o Banco Central do Brasil inicia um novo ciclo de altas consecutivas da taxa de juros, reestabelecendo altos patamares de juros.

### 3.4 POLÍTICA FISCAL

Em relação à política fiscal, o governo Dilma escolheu desempenhar uma gestão expansionista ainda mais expressiva do que a do governo anterior, conforme Currado e Nascimento (2015). Mesmo com um cenário de redução do crescimento econômico, em relação ao PIB o orçamento estatal estipulava uma arrecadação similar às trabalhadas no governo anterior, período de crescimento. As despesas do governo passaram de 17,5% do PIB em 2011 para 18,9% do PIB em 2013. Matematicamente, estas escolhas frente ao cenário apresentado tenderiam a resultar na piora do superávit primário. O resultado foi a queda do superávit primário entre estes anos, passando de 2,3% para 1,9% do PIB, pior resultado desde 2003 (ao excluirmos o ano de crise, 2009).

A partir de 2014, a conjuntura fiscal estampava déficits primários contínuos, o que configurava um patamar preocupante para a gestão pública. Segundo Sandroni (1999), um déficit primário ocorre quando as contas do governo resultam em despesas maiores que a arrecadação total, neste caso sem contabilizar os juros da dívida interna e externa. De 2011, primeiro ano da gestão Dilma, até 2014, último ano do primeiro mandato, o resultado passou de um superávit primário de R\$ 93,5 bilhões de reais para um déficit de R\$ 32,5 bilhões, de acordo com os dados do Banco Central do Brasil. Houve uma tendência de queda nos primeiros anos, mas ainda com resultados positivos, apenas tornando-se um déficit no ano de 2014, acompanhado do início da recessão econômica.

Uma vez que o PIB do país era base para o cálculo do orçamento, uma desaceleração econômica representava uma queda na receita governamental frente ao esperado e, ao mesmo tempo, o aumento das despesas do governo fomentava ainda mais a possibilidade de déficits primários. Currado e Nascimento (2015, p.38) argumentam que o ano de 2014

[...] registrou o primeiro déficit desde 2001, quando começou a série histórica do BC, correspondente a 0,63% negativo em relação ao PIB. A “fórmula” para gerar estes resultados é bem conhecida: elevação de gastos sem a devida correspondência

na elevação das receitas, em um cenário de desaceleração do crescimento econômico.

A análise da condução fiscal do governo Dilma não pode ser feita isoladamente, pois existem fatores estruturais herdados da antiga gestão do governo Lula que precisam ser considerados. Durante o governo Lula, houve equilíbrio das contas públicas e uma melhora significativa dos resultados primários do governo brasileiro quando comparada à gestão anterior, Fernando Henrique Cardoso. Todavia, o momento era de crescimento econômico, PIB em alta, o que resultava em maiores arrecadações para o governo, permitindo assim maiores gastos por parte do governo. Desta forma, emerge a dependência do equilíbrio fiscal a um cenário de expansão do produto, ou seja, haverá equilíbrio nas contas públicas se a economia crescer no período. De acordo com Curado e Nascimento (2017), o governo Dilma manteve a estrutura de gastos da antiga gestão e até aumentou em certo momento, o que em um cenário de redução de crescimento econômico resultou diretamente na deterioração das contas públicas.

### 3.5 OS PREÇOS ADMINISTRADOS

Dentre os fatores com maior peso na elevação da taxa de inflação em 2015, apontados nas mais diversas análises, os preços administrados são, de fato, um tema representativo. Isto porque o controle rígido destes preços foi uma medida essencial para o bom desempenho inflacionário em um cenário de política monetária expansionista nos primeiros anos do governo Dilma e, em 2015, eles apresentavam uma defasagem acumulada expressiva.

De acordo com Azevedo e Serigati (2015), os preços administrados podem ser definidos como aqueles que são estabelecidos por ente público ou por contrato, o que os torna praticamente insensíveis às condições de mercados. No caso do governo Dilma, a política de controle de preços administrados foi pilar central do combate à inflação, sendo eficiente no curto prazo, mas promovendo descontrole de preços a médio e longo prazo ao tornar-se insuficiente.

O governo almejou controlar a inflação articulando sobre os preços dos principais itens de preços administrados. Alano *et al.* (2017) consta que houve intervenção estatal no setor elétrico por meio da revogação de contratos das empresas de geração e transmissão, almejando a imposição de tarifas menores, em 2012. No que se refere aos derivados de petróleo, visando a saúde financeira da Petrobras e a manutenção dos preços da gasolina e do diesel, o governo coordenou a venda de distribuidoras pertencentes a empresa aliada à

redução a zero da alíquota de impostos incidentes sobre a comercialização. Como resultado do congelamento destes preços, houve o avanço da descapitalização da Petrobras e a falência de diversas distribuidoras de energia, resultando na elevação da tarifa da energia elétrica, visto que o preço praticado nacionalmente não correspondia ao custo.

Segundo Curado (2017), a opção por uma política de contenção de preços administrados resultou em um controle apenas artificial, no qual seus resultados acumulados possivelmente geraram uma alta ainda maior que a observada no ajuste total de 2015. Entre 2008 e 2014, segundo o Banco Central do Brasil, os preços administrados tiveram alta de 25,6%, enquanto os preços livres subiram 49,3% no mesmo período.

De acordo com Alano *et al.* (2017), dentre as principais pressões de preços administrados estavam o impacto dos subsídios à energia elétrica no orçamento primário, os anos de crise hídrica no Sul e Sudeste e o desequilíbrio financeiro da Petrobras dada a falta dos reajustes necessários aos preços dos combustíveis. A situação tornou-se insustentável e o governo realizou o reajuste em uma única vez, elevando todos os preços ao mesmo tempo em 2015, conforme ordem do então ministro Levy.

Segundo Mendonça (2007), o IPCA é muito sensível a reajustes dos preços administrados e parte não-desprezível do índice não é impactada diretamente pela taxa de juros. Em seus estudos, Mendonça (2007, p. 447) conclui sobre a eficácia do regime de metas de inflação sob o IPCA:

O problema não está em ter a taxa de juros como principal instrumento de combate à inflação, mas no seu uso indiscriminado para neutralizar todos os tipos de inflação. No caso dos preços administrados, a causa da inflação não está relacionada a um excesso de demanda, mas à capacidade das empresas aumentarem seus preços mesmo quando a demanda está fraca (inflação administrativa ou de custos). Um outro fator que não deve ser negligenciado é que a proteção dada às empresas, por meio de contratos garantindo a manutenção da renda por meio da elevação de preços, implica a presença de um componente inercial na inflação. Logo, a taxa de juros não é o instrumento adequado para neutralizar uma pressão inflacionária oriunda dos preços administrados.

É importante salientar o peso dos produtos e serviços com preços administrados sob o cálculo inflacionário para que seja compreendida a relevância desta política. Em 2015, conforme a cesta de produtos estabelecida pelo IBGE, os produtos e serviços com preços administrados representavam 22,9% do IPCA. Dentre os principais preços administrados com importância na composição do índice estavam os produtos derivados de petróleo (5,13%), produtos farmacêuticos (3,37%), transporte (3,27%), planos de saúde (3,19%) e energia elétrica residencial (2,65%). Neste sentido, não se pode afastar o impacto da densa desvalorização cambial ocorrida em 2015 sob o preço dos insumos e produtos, visto que

diversos produtos membros das principais cadeias produtivas brasileiras são importados, o que forçava ainda mais a necessidade de um reajuste.

No que tange aos grupos de itens de maior relevância na alta inflacionária de 2015, de acordo com o IBGE, a energia elétrica representou a maior alta no índice com impacto de 1,50 p.p. no IPCA de 2015. Logo após, o grupo de combustíveis apresentaram alta de 21,43%, sendo 1,04 p.p. do IPCA. Nessa linha, a energia elétrica e os derivados do petróleo podem ser considerados como símbolos da política de controle dos preços administrados. Ao definir a defasagem dos preços de energia como o caso de maior impacto no período entre os preços administrados, Barrionuevo (2015, p. 485) aponta que:

Pode-se observar que o óleo diesel, que representa apenas 0,13% do IPCA, teve seus preços reajustados em valor semelhante ao do IPCA (28% contra 24% no período jan-2011 a jun-2014). Já a gasolina (3,86%), o gás de botijão (1,09%) e a própria energia elétrica residencial (2,67%), que têm peso significativo no IPCA (total de 7,62%), tiveram, ou redução nominal, ou reajuste significativamente abaixo do IPCA, 15% contra inflação acumulada de 24%. Na inexistência de choques de produtividade, é difícil afastar a hipótese de populismo tarifário para conter a inflação abaixo do “teto da meta” e ganhar lealdades eleitorais.

Em relação à energia elétrica, de acordo com Mineiro (2016), a alta de preços foi diretamente impactada pela crise hídrica de 2015, que gerou a necessidade de complemento da oferta de energia com termoeletricas que possuem custos muito superiores às hidroelétricas, e pela defasagem promovida pelos novos contratos estabelecidos pelo governo em 2012. Além disso, houve o fim dos subsídios à energia elétrica, o que também promoveu o aumento expressivo de suas tarifas em 2015.

A respeito dos derivados de petróleo, Azevedo e Serigati (2015) apontam que o preço da gasolina durante o período de contenção de preços administrados apresentou comportamento destoante ao preço do petróleo internacional, seu principal insumo. Desta forma, a sustentabilidade financeira da Petrobras tornou-se inviável, dado que o custo operacional era maior do que o preço da gasolina. Todavia, o diesel e o GLP seguiram alinhados ao preço do petróleo internacional no período.

Conclui-se que a política de contenção de preços administrados teve efeito positivo apenas no curto prazo, um controle artificial que não produziu efeitos no controle inflacionário no longo prazo, segundo Azevedo e Serigati (2015). A elevação dos preços administrados influenciou diretamente a alta de custos em todos os setores promovendo uma alta de preços generalizada na economia. Mas, dada a defasagem de preços e a insustentabilidade financeira das operadoras de energia elétrica e da Petrobras, foi um ajuste necessário para o equilíbrio da oferta.



#### 4 O PICO INFLACIONÁRIO DE 2021

O ano de 2021 ficou marcado na história econômica brasileira devido a volta de uma taxa de inflação anual de dois dígitos depois de seis anos quando o IPCA foi de 10,67%, 2015. De acordo com Sampaio e Weiss (2021), a pandemia de Covid19 proporcionou choques tanto de oferta quanto de demanda devido às restrições de mobilidade e esses choques têm efeito direto sobre o nível inflacionário.

De acordo com o IBGE, em 2021, o IPCA acumulou um aumento anual de 10,06%, conforme o gráfico 9, sendo influenciado diretamente pelos itens do grupo de transporte, que acumularam alta anual de 21,03%, pelo grupo de habitação, com alta anual de 13,05%, e pelo grupo de alimentos e bebidas, que apresentou aumento de 7,94%. Nessa sessão, serão apresentadas as possíveis causas do pico inflacionário de 2021.

Gráfico 9 – Histórico IPCA – 2015 a 2021 (%)



Fonte: IBGE (2022)

##### 4.1 EFEITOS ECONÔMICOS DA PANDEMIA DE COVID-19

De acordo com Feijó, Araújo e Bresser-Pereira (2022), o Brasil ingressou em um cenário pandêmico em 2020, sem ter a completa recuperação do seu nível de produto pré-recessão econômica de 2015 e 2016. Entre 2017 e 2019, o Produto Interno Bruto brasileiro teve alta de 4,6%, enquanto no período de recessão apresentou queda de 6,7%, de acordo com a tabela 3. Segundo Sicsu et al. (2021), é possível concluir que há um movimento de estagnação econômica no Brasil desde 2010, devido às baixas taxas de crescimento.

O início da pandemia de Covid-19 em 2020 mudou totalmente o que era previsto economicamente para o ano, uma vez que foi necessário compreender e combater a

disseminação do vírus no país. Em um cenário de extrema instabilidade econômica e política global, o mundo parou para evitar o contágio de uma doença desconhecida e letal. Dentre os desdobramentos do combate a pandemia estão o isolamento social, a implementação de programas socioeconômicos e o investimento maciço na área da saúde.

As incertezas sobre o futuro, o característico perfil emergente de maior risco e o posicionamento brasileiro frente a pandemia promoveram a fuga de um montante expressivo de capital estrangeiro que impactou diretamente na desvalorização do real frente ao dólar, conforme argumenta o FMI (2020). A desvalorização cambial provoca o aumento de preços de diversos itens do IPCA, como foi apresentado na última sessão, devido à base de custos dos insumos em sua maioria estarem atreladas ao dólar. Aliado a isso, a elevação de preços de itens centrais para a discussão inflacionária, como a gasolina, a energia elétrica e os alimentos e bebidas, dentro de seus respectivos cenários contribuíram diretamente a alta de 2021. Nessa sessão, serão apresentados os principais fatores que resultaram na inflação acumulada de 10,06% registrada em 2021.

Tabela 3 – Principais indicadores macroeconômicos de 2019 a 2021

<b>Principais indicadores macroeconomicos</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
PIB (variação)	1,14%	-4,10%	4,60%
Inflação (Variação)	4,2%	4,4%	10,1%
Taxa de desemprego (variação)	11,9%	14,4%	11,1%
IED (US\$ BI)	69,2	37,8	46,4
Taxa Selic (Meta final ano)	5,0%	2,0%	9,3%
Dólar (R\$ média anual)	3,95	5,16	5,40

Fonte: IBGE, BACEN e IPEADATA (2022)

#### **4.1.1 Impacto Cambial**

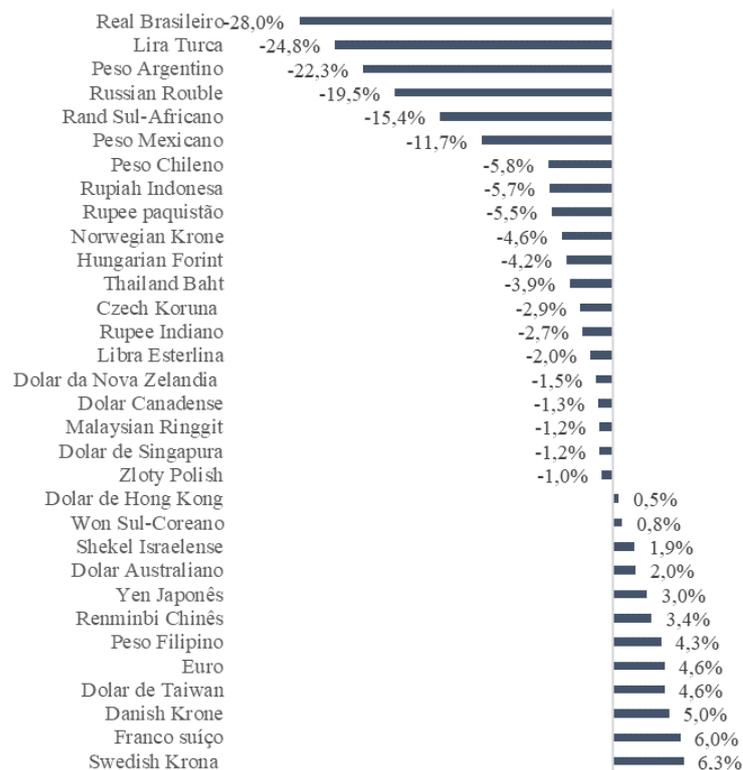
A densa dificuldade de enfrentamento do cenário pandêmico, dada à instabilidade política da gestão e posteriormente ao aumento expressivo dos gastos governamentais, elevou o risco país brasileiro, devido às incertezas quanto à retomada econômica. Segundo Bresser-Pereira (2022, p.152.) “[...]o cenário da pandemia é de incerteza absoluta. Ainda não há um consenso entre os especialistas sobre a duração da pandemia dadas as novas variantes do vírus associadas e a demora no processo de imunização” sob perspectiva de março de 2021, exato um ano após o início da pandemia de Covid19 no Brasil. Tal posicionamento favoreceu a fuga de capitais externos do país juntamente com a posição frágil brasileira de país emergente,

representando maior risco para o investidor estrangeiro. De acordo com Silva (2020, p.7) sob perspectiva de julho de 2020:

Este contexto também gera incertezas sobre as escolhas de política econômica, notadamente quanto aos instrumentos a serem mobilizados, quanto ao volume de recursos a serem alocados nas diferentes iniciativas de política e quanto ao tempo que os estímulos fiscais e monetários devem ser implementados. Essas questões permanecem em aberto na agenda de temas econômicos em discussão no Brasil, passados quatro meses do início da pandemia.

No ano de 2020, o real foi a moeda que apresentou maior desvalorização frente ao dólar quando comparada com as 30 moedas mais negociadas no mundo, relatório da FGV. Mesmo com a inclusão de economias que já estavam passando por instabilidades pré-pandemia, a desvalorização de -28% do real em relação ao dólar foi a mais expressiva, conforme gráfico 10.

Gráfico 10 – Variação Cambial frente ao Dólar Americano (Dez-19 a out-20)

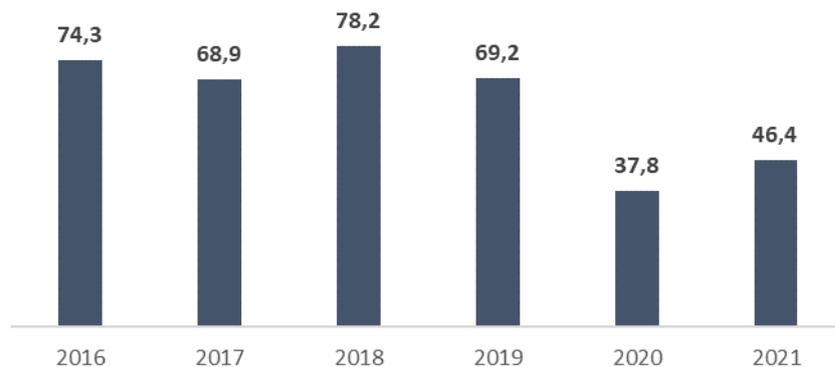


Fonte: Factset por Henrique Castro (FGV-EESP) e Claudia Yoshinaga (FGV-EAESP) (2021).

Segundo o FMI (2020), as economias emergentes e de fronteira registraram no período níveis recordes de reversão de fluxo de investimentos em carteira, tanto em dólares quanto em participação do PIB dos mercados emergentes e de fronteira. Ao analisarmos os dados, de fato, em 2020, houve redução significativa da entrada de capitais estrangeiros no Brasil.

Segundo dados do Banco Central do Brasil, o investimento direto estrangeiro no país concluiu o ano de 2020 muito abaixo dos anos anteriores, US\$ 37,8 bilhões, e -45,4% quando comparado com o ano anterior. De acordo com estimativa do Instituto Internacional de Finanças (IIF), em 2020, cerca de US\$ 48 bilhões de investimentos estrangeiros deixaram o Brasil. Adicionalmente, as reservas internacionais registraram o menor patamar desde 2011, US\$ 339 bilhões, conforme a base de dados do Banco Central.

Gráfico 11 – Investimento Estrangeiro Direto Anual de 2016 a 2021 (US\$ Bilhões)



Fonte: Bacen (2022)

De acordo com Sampaio e Weiss (2021), a desvalorização cambial reduziu a possibilidade de um IPCA ainda menor em 2020, mas devido à queda dos preços dos combustíveis e a desaceleração econômica o repasse de preços ficou limitado nesse mesmo ano. Todavia, em 2021, com a retomada da atividade econômica, PIB com variação anual de 4,6%, segundo o IBGE, o repasse de preços ao consumidor final foi possível, impactando diretamente os índices inflacionários.

Observa-se que elevada variação do IGPM no período o que demonstra que os custos estavam pressionados já em 2020, mas o repasse para o consumidor final, dada a economia fraca, só foi possível em 2021 resultando na alta relevante do IPCA no ano. O IGPM, Índice Geral de Preços – Mercado, que calcula variação não apenas das atividades finais ao consumidor, mas também das distintas etapas do processo produtivo e é responsável pelo reajuste de tarifas públicas (energia e telefonia), em contratos de aluguéis e em contratos de prestação de serviços, acumulou uma variação de 23,14% em 2020 e 17,78% em 2021, conforme divulgação mensal da Fundação Getúlio Vargas. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), que calcula a variação dos preços do atacado e produtores, corresponde a 60% do IGPM e somente esse índice variou 31,63% em 2020 e 20,57% em 2021.

De acordo com dados da FGV, a alta dos preços das matérias-primas, commodities cotadas em dólar, foram as principais responsáveis por essa variação, acumulando 59,96% em 2020 com destaque para os últimos meses do ano que se estenderam em alta em 2021. Essa inflação de bens primários impacta diretamente o IPCA por itens como alimentação e bebidas e transportes e indiretamente por meio do reajuste de preços por meio do IGPM, normalmente contratos de reajustes anuais demorando a refletir no IPCA, em itens de habitação, saúde e educação.

De acordo com o IPEADATA, o dólar médio do ano de 2021 foi de R\$ 5,40, ainda em desvalorização frente ao ano de 2020 (R\$ 5,16), mas em reduzido percentual. De acordo com Sampaio e Weiss (2022) é possível constatar que a taxa de câmbio não foi diretamente importante na constituição da inflação de 2021, outros fatores sobressaíram-se nessa análise.

É preciso salientar que o presente trabalho não tem enfoque cambial e compreende que a determinação do câmbio de um país pode depender de inúmeras variáveis, mas não pode deixar de analisar a brusca variação cambial ocorrida em 2020 e seus impactos sobre a inflação.

#### **4.1.2 Política Fiscal em 2020 e 2021**

O direcionamento da política fiscal praticada no Brasil transformou-se a partir do início da pandemia de covid-19 devido a necessidade de maiores investimentos no setor da saúde e de programas socioeconômicos. Dessa forma, houve aumento dos gastos governamentais por meio de medidas que visavam amenizar o impacto da pandemia na economia, calculados fora do teto de gastos projetado.

A partir da chegada da pandemia e das restrições de circulação, diversas famílias ficaram sem renda, empresas faliram ou aproximaram-se de falir e tornou-se denso o investimento em estrutura na área da saúde para minimizar o número de mortos e em programas socioeconômicos o que motivou a implantação do estado de calamidade pública. Sampaio e Weiss (2021) afirmam que a adoção de programas de transferência de renda foi necessária porque diversas famílias perderam suas principais fontes de renda devido ao isolamento social.

A Lei Complementar número 101, de 4 de maio de 2000, conhecida como Lei da responsabilidade fiscal, define que o reconhecimento do estado de calamidade por parte do Congresso Nacional (ocorrido por meio do Decreto Legislativo número 06-2020) dispensa a necessidade de atingir metas fiscais. Como afirmam Oreiro e da Silva (2020, p. 41):

A sociedade brasileira está despertando para o fato de que as medidas de restrição a mobilidade e aglomeração de pessoas (ou isolamento social) – necessárias para conter o ritmo de transmissão do coronavírus – irão resultar na maior contração econômica jamais ocorrida na história do país. Deve-se deixar claro de que não existe o dilema entre vidas e economia: todos os países do mundo irão sofrer em maior ou menor grau uma forte queda do nível de atividade econômica; cuja intensidade será tão maior quanto: (a) maior for o período de confinamento social para limitar a transmissão do vírus; e (b) menores forem as medidas de estímulo fiscal e monetário adotadas para atenuar o impacto sobre o nível de renda e de emprego decorrentes do referido confinamento.

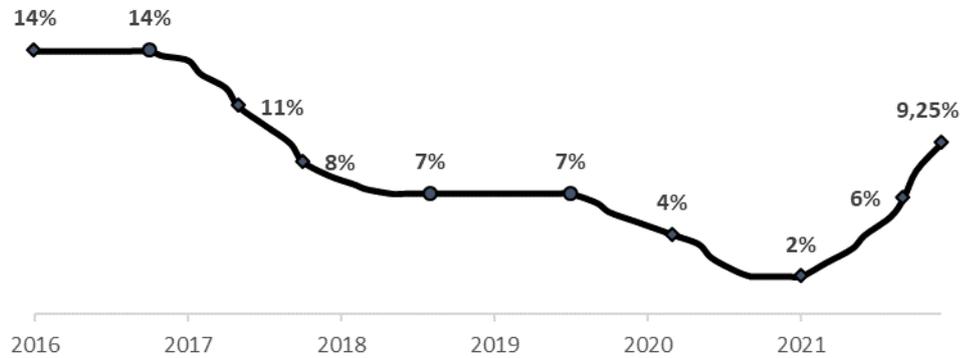
Conforme os dados do Tesouro Nacional do Brasil, o principal gasto com combate ao covid-19 foi o auxílio emergencial a pessoas em situação de vulnerabilidade que, dentre os R\$ 524 bilhões gastos em 2020 no combate a pandemia, representou R\$ 293 bilhões (56%). Esses gastos foram admitidos fora do teto de gastos impactando diretamente a dívida bruta geral do governo brasileiro que atingiu 88,8% do PIB em 2020, segundo dados do IPEA. Todavia, em 2021, houve uma redução expressiva dos gastos totais em combate a pandemia de Covid19 passando para R\$ 121,4 bilhões anuais, de acordo com o Tesouro Nacional do Brasil, e melhora nas contas públicas com redução da DBGG brasileira para 81,6% do PIB.

A análise desses dados possibilita a conclusão de que a piora fiscal em decorrência dos gastos com a pandemia ocorreu efetivamente em 2020, podendo ser apontada como causa da desvalorização cambial expressiva no ano. Entretanto, em 2021, houve redução do patamar da dívida pública, não sendo possível correlação com o alta inflacionária no mesmo ano.

#### **4.1.3 Política Monetária em 2021.**

Os anos anteriores a 2021 foram marcados por baixas taxas de inflação o que possibilitou quedas expressivas da taxa básica de juros. Especificamente no ano de 2017, o Brasil registrou a menor taxa de inflação desde 1998, 2,95%, bem abaixo da meta fixada pelo Banco Central de 4,5%. É válido ressaltar que o mundo passava por uma série de reduções de taxas de juros em diversos países, sinalizando um cenário de liquidez global. Aliado a isso, segundo o IBGE, o Brasil registrou safra cerca de 30% maior do que o ano de 2016, o que impactou diretamente os preços do setor de alimentos e bebidas o qual teve deflação anual de 1,87%.

Gráfico 13 – Histórico da Taxa de juros – 2016 a 2021



Fonte: BACEN (2022)

Durante o governo Bolsonaro, a política monetária brasileira manteve a ortodoxia, respeitando as expectativas inflacionárias e o regime de metas de inflação. Em março de 2021, ocorreu a retomada do ciclo de alta da taxa de juros sustentada pela expectativa de inflação acima da meta no horizonte da política monetária, segundo ata do COPOM (2021). De acordo com dados do IBGE, a inflação acumulada em 2021 até março era de 2,05%, mais da metade da meta para o ano, 3,75%, em apenas três meses. A correção da taxa de juros frente aos novos índices ocorreu com atraso, porque, segundo ata do COPOM (2021), o comitê optou por manter a baixa taxa como um estímulo à economia que estava à beira da recessão. o comitê também sinalizou que a baixa taxa servia de estímulo à economia o que atrasou o alinhamento de expectativas de inflação entre o mercado e a taxa de juros.

#### 4.2 DESEMPENHO DO IPCA EM 2021

A retomada da atividade econômica em 2021, a partir do início da vacinação no país, impactou diretamente tanto a demanda quanto a oferta por itens e serviços. De um lado, fabricas trabalhando em expediente reduzido, paradas ou falindo no mundo inteiro e, do outro lado, pessoas isoladas por mais de um ano em suas casas retomando suas atividades.

No primeiro momento, ainda em isolamento social, de acordo com Oreiro e Silva (2020), a redução das atividades no setor de serviços, o principal setor em percentual do PIB brasileiro, devido à queda da demanda e da redução da interação entre pessoas, provocou demissões em massa. A taxa de desemprego passou de 11,9% em 2019 para 14,4% em 2020, segundo o IBGE. A redução da renda dos trabalhadores tende a gerar queda demanda por bens impactando diretamente a indústria e o agronegócio. Em 2020, o PIB recuou em 4,1%

com impacto direto do setor de serviços que reduziu em 4,5%, com destaque para outras atividades de serviço que são os restaurantes, academias, hotéis que reduziram -12,1% suas atividades, e na indústria que apresentou variação de 3,5%. Esse cenário resulta na redução da produção agrícola, levando assim à falta de diversos itens.

Em 2021, o IPCA acumulou variação de 10,06% e dentre os principais itens de impacto nessa alta estão: transportes (21,03%), habitação (13,05%) e alimentação e bebidas (7,94%). É válido salientar que além dessa alta por item, esses três grupos são os que possuem maior peso no índice, o que fez com que a variação do grupo de alimentos e bebidas apresentasse peso maior na composição da variação do que o grupo de artigos de residência que apresentou maior variação no ano. Os pesos desses itens no índice são: transportes (21,9%), alimentação e bebidas (20,71%) e habitação (16,14%).

Tabela 4 – Variação do IPCA por item acumulado em 2020 e 2021

Grupo	Variação (%)		Impacto (p.p.)	
	2020	2021	2020	2021
Índice Geral	<b>4,52</b>	<b>10,06</b>	<b>4,52</b>	<b>10,06</b>
Alimentação e Bebidas	14,09	7,94	2,73	1,68
Habitação	5,25	13,05	0,82	2,05
Artigos de Residência	6,00	12,07	0,23	0,46
Vestuário	-1,13	10,31	-0,05	0,45
Transportes	1,03	21,03	0,21	4,19
Saúde e Cuidados Pessoais	1,50	3,70	0,20	0,49
Despesas Pessoais	1,03	4,73	0,11	0,49
Educação	1,13	2,81	0,07	0,17
Comunicação	3,42	1,38	0,20	0,08

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Índices de Preços

Fonte: IBGE (2021)

#### 4.2.1 Alta dos itens de transporte no índice IPCA

De acordo com os dados do IBGE, a alta expressiva do grupo de transportes está diretamente relacionada ao aumento dos preços dos combustíveis no país, acumulando 49,02% de variação no subitem. A gasolina é o subitem de maior peso no IPCA e somente ela apresentou uma variação acumulada de 47,49%. De acordo com a ANP, a Petrobras reajustou os preços positivamente 11 vezes em 2021, seguindo a política de preços flexíveis.

Em 2020, os preços do petróleo foram derrubados pelas incertezas da pandemia. Segundo Sampaio e Weiss (2022), negociações futuras de petróleo alcançaram patamares

negativos, devido às perspectivas de restrição de movimentação. A partir desse cenário a Organização dos Países Exportadores de Petróleo optou pela redução da produção de petróleo. Em 2021, ocorreu a retomada das atividades econômicas, principalmente no que tange à mobilidade, na maioria dos países, e o barril de petróleo voltou a subir internacionalmente, impulsionado pela baixa oferta devido à queda de produção e pela redução de disponibilidade de outras fontes de energias em simultaneidade. A cotação do barril de petróleo acertou de US\$ 51 ao final de 2020 para US\$ 77,24 ao final de 2021, alta de 51,8% .

Essa alta impacta diretamente o IPCA, visto que a Petrobras pratica o preço de paridade de importação (PPI). Segundo Sampaio e Weiss (2022), a alta da cotação internacional do petróleo é repassada diretamente ao preço praticado pelos combustíveis no Brasil. Além disso, o preço do gás nacional também é impactado por utilizar o PPI.

Ainda de acordo com Sampaio e Weiss (2021), o Brasil é um país de malha rodoviária em sua relevante maioria. Sendo assim, uma alta nos preços dos combustíveis rodoviários impacta no custo dos mais diversos produtos da economia, visto que o deslocamento, em sua maioria, é feito via frete. Os alimentos e bebidas são o grupo que tendem a apresentar maiores efeitos dos aumentos dos combustíveis, porque além do impacto da alta do frete, a alta do gás natural influencia o preço dos fertilizantes.

Além da gasolina, o grupo de transportes também foi influenciado pelo aumento de preços de automóveis novos (16,16%) e usados (15,05%), devido a falta de diversos itens da cadeia produtiva do setor, que não acompanhou a retomada da demanda global. Diversas montadoras pararam suas atividades devido à falta de materiais essenciais para a produção automotiva, como por exemplo os chips. A falta de veículos 0km além de provocar o aumento dos novos, também impactou no preço dos carros usados decorrente da falta de oferta dos novos e da densa demanda por automóveis migrada.

#### **4.2.2 Alta dos itens de habitação no índice IPCA**

Já a alta nos preços do grupo da habitação, segundo grupo de maior impacto na inflação acumulada de 2021, emerge da elevação das tarifas de energia elétrica ao longo do ano, acumulando 21,21%. As tarifas são ajustadas pelo ente estatal por meio de bandeiras que sinalizam a oferta de energia. Segundo dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) de novembro de 2021, uma forte estiagem que afetou os reservatórios resultando na adoção da bandeira de escassez hídrica, uma vez que termelétricas foram acionadas para compensar a falta e elas possuem custo significativamente elevado.

De acordo com o IBGE, os problemas na geração de energia tornaram necessária a criação de uma nova bandeira, nomeada como escassez hídrica, com acréscimo de R\$ 14,20 a cada 100 kWh consumidos. Essa bandeira foi implantada em setembro de 2021 e se manteve até 2022, gerando impacto direto no índice IPCA acumulado em 2021. Ademais, os reajustes de preços por parte das distribuidoras de energia também pressionaram a tarifa elétrica.

Ainda sobre o grupo Habitação, segundo o IBGE, o gás de botijão promoveu a segunda maior alta do grupo, 36,99%, com elevações de preços em todos os meses do ano. Alta está ligada à alta dos combustíveis descrita anteriormente.

Tabela 5 – Variação da tarifa de energia elétrica em 2021

Mês	Variação Mensal	Bandeira tarifária	Cobrança adicional
Janeiro	-5,60%	Amarela	R\$ 1,343
Fevereiro	-0,71%	Amarela	R\$ 1,343
Março	0,76%	Amarela	R\$ 1,343
Abril	-0,04%	Amarela	R\$ 1,343
Mai	5,37%	Vermelha 1	R\$ 4,169
Junho	1,95%	Vermelha 2	R\$ 6,243
Julho	7,88%	Vermelha 2	R\$ 9,492
Agosto	1,10%	Vermelha 2	R\$ 9,492
Setembro	6,47%	Escassez Hídrica	R\$ 14,20
Outubro	1,16%	Escassez Hídrica	R\$ 14,20
Novembro	1,24%	Escassez Hídrica	R\$ 14,20
Dezembro	0,50%	Escassez Hídrica	R\$ 14,20

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Índices de Preços

Fonte: IBGE.

#### 4.2.3 Alta dos itens de alimentação e bebidas no índice IPCA

A aceleração inflacionária do grupo de alimentos e bebidas começou anteriormente aos demais itens em destaque, já em 2020, visto que a redução de atividades visando restringir a circulação do vírus gerou redução na oferta de alimentos e bebidas pressionando seus preços para cima. Conforme descrito pelos relatórios de inflação de dezembro de 2020 (BCB, 2020) e de março de 2021 (BCB, 2021a), a elevação dos preços dos alimentos e bebidas possui três pilares: a desvalorização cambial; a demanda aquecida; e ao aumento das cotações das commodities.

O grupo de alimentação e bebidas teve alta de 7,94% em 2021, de acordo com o IBGE. Os principais responsáveis pela alta foram o café moído (50,24%), a mandioca

(48,08%) e o açúcar refinado (47,87%). Durante o ano de 2021, ocorreu a elevação dos preços das commodities fundamentais para a produção de diversos alimentos da cesta básica brasileira. A combinação desse cenário com a desvalorização do real frente ao dólar promoveu uma nova pressão sob os preços: a da oferta no mercado interno, dada a priorização dos produtores à exportação visando maiores margens de lucro.

Conclui-se que a pandemia de Covid-19 teve papel principal no ambiente inflacionário instaurado em 2021. A partir das reduções de movimentações, ocorreu um choque de oferta e demanda, conforme Sampaio e Weiss (2022), e a incerteza sobre o futuro aliado ao perfil emergente brasileiro promoveram a desvalorização do real o que impactou diretamente a base de custos do país. Mesmo esse cenário ocorrendo em 2020, a inflação apenas acontece em 2021 dada a possibilidade de repasse dos custos, que vinham pressionados desde 2020, devido à retomada das atividades em 2021. Dentre os itens chave dessa alta estão os derivados de petróleo, a energia elétrica e os alimentos consumidos em domicílio.

## 5 CONCLUSÃO

A implementação do Plano Real e do Regime de Metas de Inflação possibilitaram níveis inflacionários reduzidos a partir de 1999, quando comparados com o período anterior no Brasil. Com exceção aos anos de 2002, 2015 e 2021, o RMI possibilitou taxas de inflação abaixo de dois dígitos e dentro da meta programada para cada ano, o que pode ser concluído como a eficácia do controle inflacionário ortodoxo. Todavia, essa política de combate à inflação ligada diretamente à alteração de demanda, não combatendo choques de oferta.

A análise dos picos inflacionários recentes permite a identificação de diversos pontos de semelhança entre as suas causas, 2015 e 2021. Destaca-se a desvalorização cambial expressiva, a redução da oferta internacional de petróleo e a crise hídrica. Todavia, o cenário de 2015 foi construído a partir de diversos fatores ocorridos de todo o período a partir de 2011 como a condução heterodoxa da política monetária, a desvalorização cambial, o desnivelamento entre os gastos públicos e o crescimento econômico e conseqüentemente a arrecadação tributária, a falta de ajuste dos preços administrados e a redução da atividade econômica. Diante dos fatos analisados, é possível concluir que em 2015 fatores endógenos promoveram a alta inflacionária, que foi pontual em 2015 e diretamente afetada pela política de controle de preços administrados do Governo Dilma.

Já o acúmulo inflacionário de 2021, foi decorrente do cenário pandêmico que impactou diretamente na oferta redução de oferta de diversos bens, em alterações representativas na demanda dos bens, na desvalorização cambial e na alta dos gastos públicos gerando aumento no risco fiscal, mas todos esses pontos ocorreram a partir da pandemia e não por uma sequência de ações governamentais contraditórias e de certa forma empíricas, como ocorreu em 2015. Sendo assim, a pandemia de covid-19, fator exógeno, inicia o processo inflacionário a partir do choque de oferta e de demanda influenciando diretamente a base de custos da economia brasileira.

No que diz respeito ao IPCA, é nítido que nos dois casos a gasolina e a energia elétrica são os principais responsáveis, estando coincidente ambos em redução de oferta no período gerando aumento dos preços. A dependência energética brasileira do petróleo e das hidrelétricas promove cenários inflacionários no Brasil, visto que toda a cadeia produtiva brasileira é afetada por esses dois produtos gerando necessidade de nova precificação de diversos produtos. A precificação de ambos são escolhas políticas. No caso do petróleo, o direcionamento atual de alinhamento ao PPI mantendo o país suscetível a choques de oferta internacional e, no caso da energia elétrica, a escolha das bandeiras a serem praticadas. O

grupo de alimentos e bebidas também deve ser destacado dado seu impacto inflacionário, mesmo que por vezes indireto, no IPCA.

## REFERÊNCIAS

ALANO, Allan Maia *et al.* O COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA ENTRE OS ANOS DE 2011 A 2016. **Memorial TCC Caderno da Graduação**, v.3, n.1, p.385-400, 2017

AZEVEDO, Paulo Furquim De; SERIGATI, Felipe C. Preços administrados e discricionariedade do Executivo. **Revista de Economia Política** [online]. 2015, v. 35, n. 3, p.510-530. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n03a08>>. ISSN 1809-4538. <https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n03a08>. Acesso em: 1 maio 2022.

DE HOLANDA BARBOSA, Fernando. Crescimento do PIB: Dilma x Lula. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 67, n. 8, p. 40-41, 2013.

BARRIONUEVO, Arthur. A formação distorcida de preços administrados na experiência brasileira recente. **Revista de Economia Política** [online]. 2015, v. 35, n. 3, p.475-491. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n03a06>>. ISSN 1809-4538. <https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n03a06>. Acesso em: 1 maio 2022.

BATISTA JR., P. N. O Plano Real à Luz das Experiências Mexicana e Argentina. **Estudos Avançados**, nº 28, setembro/dezembro de 1996.

BCB. **Relatório de Inflação**, vol. 22, n.4, dezembro, 2020.

BCB. **Relatório de Inflação**, vol. 23, n.1, março, 2021a.

BCB. **Relatório de Inflação**, vol. 23, n.3, setembro, 2021b.

BCB. **Relatório de Inflação**, vol. 23, n.4, dezembro 2021c.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. C. **Depois da queda**: a economia brasileira da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BERNANKE, Ben. MISHKIN, Frederic. Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy? **Journal of Economic Perspectives**, 1997.

BRASIL. **Banco Central do Brasil**. Seção Web. Disponível em:<http://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BRAGA, Julia de Medeiros. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância das políticas não monetárias de controle. **Economia e Sociedade**, v. 22, p. 697-727, 2013.

BRAGA, J. M. “Inflação no Brasil nos anos 2000: conflitos, limites e políticas não monetárias”. **Estudos do IPEA - Desafios para o desenvolvimento brasileiro**. Brasília, 2011. p.117-132.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Quase estagnação no Brasil e o novo desenvolvimentismo. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 42, p. 503-531, 2022.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GOMES, C. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. *In*: OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. R.;

SOBREIRA, R. (Org.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009.

CAMPA, Jose Manuel; GOLDBERG, Linda S. Exchange rate pass-through into import prices. **Review of Economics and Statistics**, v. 87, n. 4, p. 679-690, 2005.

CAMPEDELLI, André Luis et al. O regime de metas de inflação: o debate entre ortodoxos e heterodoxos. 2014.

CAMPEDELLI, André Luis. O regime de metas de inflação: uma crítica a partir da visão heterodoxa. *Desenvolvimento brasileiro em debate*, p. 79, 2017. CAMPEDELLI, A. L.; LACERDA, A. C. Uma crítica pós-Keynesiana ao Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil. **Pesquisa e Debate**, São Paulo, v.25, 2014.

CARDOSO, C. de A.; VIEIRA, F. V. “Câmbio, inflação e juros na transição do regime cambial brasileiro: uma análise de vetores auto-regressivos e causalidade”. In: **Encontro Nacional de Economia**, 32, 2004, Fortaleza: ANPEC, 2004.

CARRARA, Aniela Fagundes; CORREA, André Luiz. O regime de metas de inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 16, n. 3, pág. 441-462, 2012.

COUTO, Ana Cristina Lima et al. O Regime de metas de inflação no Brasil: características e algumas críticas aos seus principais fundamentos. **A Economia em Revista-AERE**, v. 18, n. 2, p. 85-98, 2010.

CARDOSO, C. de A.; VIEIRA, F. V. “Câmbio, inflação e juros na transição do regime cambial brasileiro: uma análise de vetores auto-regressivos e causalidade”. In: **Encontro Nacional de Economia**, 32, 2004, Fortaleza: ANPEC, 2004.

CURADO, Marcelo. Por que o governo Dilma não pode ser classificado como novo-desenvolvimentista? **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 37, p. 130-146, 2017.

CURADO, Marcelo Luiz; NASCIMENTO, Gabrieli Muchalak. O Governo Dilma: da euforia ao desencanto. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, v.36, n.128, p.33-48, 2015.

DWECK, Esther; TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica**. Campinas: IE/Unicamp. 2017. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php>.

FEIJÓ, Carmem *et al.* Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. **Brazilian Journal of Political Economy** [online], v.42, n.1, p.150-171, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572022-3353>. Acesso em: 1 maio 2022.

FERREIRA, A. B.; JAYME JÚNIOR, F. G. “Metas de inflação e vulnerabilidade externa no Brasil”. In: *Encontro Nacional de Economia*, 33, 2005, Natal: Anpec, 2005.

- Fundo Monetario Internacional. **Relatório Anual**. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2020/eng/spotlight/covid-19/>. Acesso em: Março de 2022.
- FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. **America Economic Review**, Nashville, v.58, n.1, 1969.
- FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. São Paulo: Saraiva, 1999.
- FUSER, Igor. O Brasil perante a desaceleração da China. **Revista de Informação e Debates do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, IPEA**, Desafios do Desenvolvimento, ano, v. 12, 2015.
- GIAMBIAGI, F.; CARVALHO, J. C. **As metas de inflação**: sugestões para um regime permanente. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, Rio de Janeiro. 2001. (Texto para discussão, 86).
- IANONI, Marcus. Políticas públicas e Estado: o plano real. **Lua Nova: Revista de Cultura e Política**, n.78, p.143-183, 2009.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **Uma ponte para a recuperação: Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial**. Statistics Department. Out. 2020. Disponível em: <https://www.imf.org/pt/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>. Acesso em: 24 abr. 2022.
- KREGEL, J. “Comment on Fernando Cardim de Carvalho – Monetary policy, monetary theory, and financial structure”. *Econômica*, v. 6, n. 2, pp. 341-8, 2004.
- LIBÂNIO, Gilberto. A note on inflation targeting and economic growth in Brazil. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 30, n. 1, p. 73-88, 2010.
- LOPES, Mariana de Lourdes Moreira; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; COLBANO, Fabiano Silvio. Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. **Revista Brasileira de Economia Política**, v. 32, n. 2, pág. 282-304, 2012.
- LOPES, F. (2011) “Sobre Risco Cambial, Besouros e Borboletas”. *Valor*, 15/06/11.
- MENDONÇA, H. F. D. Metas de inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. **Revista de Economia Política**, v.27, n.3, 107, 2007.
- MESQUITA, Mario *et al.* **A política econômica do governo Dilma**: a volta ao experimentalismo. CENTRO de Debates de Políticas Públicas. São Paulo: CDPP, p.3-15, 2014.
- MISHKIN, F. S. **Monetary policy strategy**: lessons from the crisis. National Bureau of Economic Research, New York City. 2011. (Working paper, 16755).
- MODENESI, A. M. **Convenção e rigidez na política monetária**: uma estimativa da função de reação do BCB – 2000-2007. Instituto de Pesquisa em Economia Aplicada, Brasília. 2008. (Texto para discussão, n. 1351).

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

OREIRO, J. L. O debate sobre os determinantes da taxa de juros. *In*: LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, p. 225-243. Rio de Janeiro, 1999.

OREIRO, José Luis; SILVA, Kalinka Martins. Como financiar um programa de garantia de renda e emprego? **Desenvolvimento Regional com Políticas Econômicas Estratégicas e Sustentáveis: Governos Municipais, Estaduais e Federal Integrado**, v.1, n.1, 2020.

PESSOA, Linnit *et al.* A inflação brasileira em 2021: ações limitadas e equivocadas para uma inflação de custos. **Boletim Finde**, Rio de Janeiro, v.2, n.3, p.12-20, set./dez. 2021. Disponível em: <http://finde.uff.br/wp-content/uploads/sites/43/2021/12/Boletim-6-completo.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2022.

SAMPAIO, Adriano Vilela *et al.* A inflação brasileira de 2020 e 2021 e as limitações do regime das metas de inflação. **Boletim Finde**, Rio de Janeiro, v.2, n.3, p.2-11, set./dez. 2021. Disponível em: <http://finde.uff.br/wp-content/uploads/sites/43/2021/12/Boletim-6-completo.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2022.

SAYAD, J. Dívida pública: quarenta anos de frustrações. *In*: MENDONÇA, F. (Org.). A dívida pública brasileira. **Cadernos de Altos Estudos**, v. 2. Brasília: Plenarium. 2005.

SAYAD, J. Observações sobre o Plano Real. **Est. Ecom.** São Paulo, v.25, Isi. Especial, p.7-24, 1995/6.

SERRANO, F. O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.14, n.2, p.395-421, 2010.

SERRANO, F.; SUMMA, R. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. **OIKOS**, Rio de Janeiro, v.11, n.2, 2012.

SICSÚ, J. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-Keynesiana. *In*: Encontro da Sociedade de Economia Política, n.7, 2002, Curitiba. **Anais do VII Encontro da Sociedade de Economia Política**. Niterói: SEP. 2002.

SICSÚ, João; DE MELO MODENESI, André; PIMENTEL, Débora. Recessão severa com inflação: o caso do Brasil. **Journal of Post Keynesiana Economics**, v.44, n.1, p.89-111, 2021.

SILVA, Maria Luiza Falcão. Plano Real e Âncora Cambial. **Brazilian Journal of Political Economy**. Brasília, DF, p.387-407, set., 2002.

SILVA, Mauro Santos. Política econômica emergencial orientada para a redução dos impactos da pandemia da Covid-19 no Brasil: Medidas fiscais, de provisão de liquidez e de liberação de capital, Texto para Discussão, n. 2576. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**, Brasília, 2020.

SIMONSEN, Mario Henrique. Inflação, juros reais, desindexação. **Revista da Econômica: Consultoria e Serviços Técnicos**, 1984.

TEIXEIRA, Ernani. **Economia monetária**: A macroeconomia no contexto monetário. São Paulo: Saraiva, 2002.

TESOURO NACIONAL. **Relatório anual de despesas**. GOVERNO FEDERAL. Brasília, dez. de 2016. Seção Web. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/>. Acesso em: 20/04/2022.

VASCONCELLOS, Marco A Sandoval. **Fundamentos de Economia**. São Paulo, SP: Saraiva Educação S.A., 2017.

VIANNA, Pedro Jorge Ramos. **Inflação**. Renda de trabalho assalariado entre 01 e 40 salários-mínimos mensais. Barueri, SP: Manole, 2003.

VIEIRA, Anderson Nunes de Carvalho. **Breve Estudo da Inflação no Brasil**: Uma Crítica à Atual Política Monetária do Brasil. MT: Revista de Estudos Sociais, 2013.

VIEIRA, I. Petrobras confirma aumento de impostos de diesel e gasolina. **AGÊNCIA DO BRASIL**. Brasília, nov. de 2012. Seção Web. Disponível em: <http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2012-11-09/petrobras-confirma-aumento-de-impostos-de-diesel-e-gasolina>. Acesso em: 10 abr. 2022.

WEISS, M. A. **Desenvolvimento com Restrição Externa e a Questão Cambial**: Análise teórica e aplicada ao Brasil a partir do Plano Real. Porto Alegre, 2010.