

Adriano Vilela Sampaio*

Universidade Federal Fluminense
Campos dos Goytacazes, Rio de Janeiro, Brasil

Mauricio Andrade Weiss**

Universidade Federal do Rio Grande do Sul
Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil



Inflação brasileira a partir do advento da pandemia e as limitações do regime de metas de inflação: uma abordagem pós keynesiana

Recebido em: 25 abr. 2023 **Aprovado em:** 28 ago. 2023 **Publicado em:** 31 dez. 2023.

DOI: <https://doi.org/10.29327/2148384.17.33-5>

Versões deste artigo foram publicadas em: *Anais do [...] XV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Belo Horizonte: FACE-UFMG, 2022; *Dossiê AKB-CICEF: "O Brasil pós-pandemia: desafios e alternativas de política econômica"*. Rio de Janeiro: AKB; CICEF, 2022.

* Professor Adjunto da Universidade Federal Fluminense, Instituto de Ciências da Sociedade e Desenvolvimento Regional, Departamento de Ciências Econômicas. Doutor em Ciência Econômica pela Universidade Estadual de Campinas; Mestre em Economia pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo; graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho. E-mail: adrianovs@id.uff.br



<http://lattes.cnpq.br/4470071233703658>



<https://orcid.org/0000-0002-1866-4118>

** Professor Adjunto da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Departamento de Economia e Relação Internacionais. Doutor em Ciência Econômica pela Universidade Estadual de Campinas; Mestre em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul; graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Paraná. E-mail: mauricio.weiss@ufrgs.br



<http://lattes.cnpq.br/4681675027810122>



<https://orcid.org/0000-0003-0731-7716>

Resumo

Este artigo tem como foco a inflação brasileira desde o início da pandemia da Covid19, apontando os componentes que mais contribuíram para sua alta. Além disso, analisa-se a atuação do Banco Central do Brasil no arcabouço do regime de metas de inflação e são apresentadas propostas para uma atuação mais efetiva no combate às maiores fontes de pressão inflacionária recente. Como principais conclusões tem-se que a inflação recente decorre principalmente de choques de oferta, que o combate à inflação deve fazer uso de diferentes instrumentos e não deve ser atribuição exclusiva do BCB, mas uma estratégia coordenada de diversos órgãos do Estado.

Palavras-chave: Inflação. Pandemia do COVID-19. Regime de Metas de Inflação.

Adriano Vilela Sampaio*

Fluminense Federal University
Campos dos Goytacazes, Rio de Janeiro, Brazil

Mauricio Andrade Weiss**

Rio Grande do Sul Federal University
Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brazil



Brazilian inflation since the advent of the pandemic and the limitations of the inflation targeting regime: a post-Keynesian approach

Received: 25th Apr. 2023 **Approved:** 28th Aug. 2023 **Published:** 31st Dec. 2023.

DOI: <https://doi.org/10.29327/2148384.17.33-5>

* Adjunct Professor at Fluminense Federal University, Institute of Society Sciences and Regional Development, Department of Economics. PhD in Economics from the State University of Campinas; MSc in Economics from the Pontifical Catholic University of São Paulo; BSc in Economics from the "Júlio de Mesquita Filho" Paulista State University. Email: adrianovs@id.uff.br
 <http://lattes.cnpq.br/4470071233703658>  <https://orcid.org/0000-0002-1866-4118>

** Adjunct Professor at the Rio Grande do Sul Federal University, Faculty of Economics, Department of Economics and International Relations. PhD in Economics from the State University of Campinas; MSc in Economics from the Rio Grande do Sul Federal University; BSc in Economics from the Paraná Federal University. Email: mauricio.weiss@ufrgs.br
 <http://lattes.cnpq.br/4681675027810122>  <https://orcid.org/0000-0003-0731-7716>

Abstract

This paper focuses on Brazilian inflation since the beginning of the Covid-19 pandemic, pointing out the components that contributed most to its rise. Furthermore, the performance of the Central Bank of Brazil (BCB) within the framework of the inflation targeting regime is analyzed and proposals are presented for more effective action in combating the biggest sources of recent inflationary pressure. The main conclusions are that recent inflation arises mainly from supply shocks, that the fight against inflation must make use of different instruments and must not be the exclusive responsibility of the BCB, but a coordinated strategy of several State bodies.

Keywords: *Inflation. COVID-19 pandemic. Inflation Targeting Regime.*

Introdução

Com a deflagração da pandemia da Covid19, a economia mundial passou por um choque negativo simultâneo de oferta e demanda, cujos efeitos econômicos não são triviais. Além da dificuldade em se retomar o crescimento econômico, o choque de oferta e demanda tem fortes impactos sobre a inflação. Por um lado, a quase paralisia de certos setores, especialmente serviços, e a consequente recessão econômica, geraram uma pressão baixista. Por outro, o desarranjo de cadeias de produção gerou uma pressão de alta. Em um segundo momento, os fatores de pressão baixista foram atenuados e nas fontes de pressão de alta somaram-se pressões de alta nas commodities, especialmente as energéticas.

O objetivo deste artigo é analisar a inflação no Brasil desde a eclosão da pandemia até o fim de 2022 e refletir sobre a eficácia do regime de metas inflação (RMI) no processo de estabilização de preços. Busca-se aqui não uma avaliação sobre a condução do regime, mas de seu próprio desenho. Parte-se da hipótese de que o RMI praticado no Brasil é um mecanismo insuficiente e ineficiente para o controle de inflação, especialmente para inflações de oferta. Ademais, pretende-se mostrar que o desmonte do Estado em diferentes esferas deixou o Banco Central do Brasil (BCB) sem opções de atacar a inflação de diferentes formas, inclusive sem ser bem-sucedido em evitar que os mais pobres fossem os mais penalizados pela alta nos preços.

Além desta breve introdução, este artigo é composto por três seções e as considerações finais. Na primeira seção é feita uma concisa descrição de alguns fundamentos teóricos do Regime, mostrando como ele se presta essencialmente a combater inflações de demanda, bem como de problemas específicos de seu funcionamento no Brasil. A seção 2 trata da atuação do BCB no que se refere ao manejo das taxas de juros em função dos indicadores de inflação e suas expectativas no período recente. Também é feita uma decomposição da inflação, buscando identificar seus principais determinantes. A partir dessa identificação, são apresentados alguns

possíveis instrumentos e políticas de combate às diferentes pressões inflacionárias na seção 3.

1. Regime de metas de inflação: considerações teóricas e o caso do Brasil

1.1 Aspectos teóricos

Nesta seção será feita uma breve descrição do regime de metas de inflação, seus principais pressupostos teóricos, bem como críticas a eles e ao arcabouço mais geral. Essa análise servirá de base para relacionar os problemas enfrentados desde 2020 com o desenho do regime.

O RMI consiste em um regime com uma âncora, a taxa de inflação (outras opções seriam o nível de preços ou a taxa de câmbio, por exemplo). Estabelecida a meta, o Banco Central (BC), busca cumpri-la pela manipulação da taxa básica de juros. O objetivo do BC é manter a inflação dentro do intervalo projetado para a meta. Essa lógica simples e até intuitiva é baseada em uma série de pressupostos, parte dos quais compõem o chamado Novo Consenso Macroeconômico (NCM).

Segundo Mishkin (2011, p. 2-3), haveria alguns “princípios científicos”, derivados de evidências teóricas e empíricas, que eram aceitos pela maioria dos acadêmicos e bancos centrais e que seriam a base do NCM, conforme exposto a seguir: 1) a inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços tem benefícios relevantes; 3) não há trade-off entre inflação e desemprego no longo prazo (a taxa de desemprego convergiria para a taxa natural); 4) as expectativas têm papel na determinação da inflação e nos mecanismos de transmissão da política monetária; 5) aumentos de inflação devem ser acompanhados por elevações mais que proporcionais da taxa nominal de juros, i.e., incrementos na taxa real (princípio de Taylor); 6) a política monetária está sujeita ao problema da

inconsistência temporal; 7) um banco central independente aumenta a eficiência da política monetária; 8) o comprometimento com uma âncora nominal é fundamental para obter bons resultados de política monetária.¹

A condução da política monetária a partir desses princípios do NCM ficou conhecida como regime flexível de metas de inflação. Flexível porque o BC assume um compromisso forte e crível com uma meta de inflação, mas com espaço para adotar políticas que estabilizem o produto em torno de seu nível natural (Mishkin, p. 14). O autor deixa claro que a crise financeira global de 2008 (CFG) não alterou esses princípios: *"None of the lessons from the financial crisis in any way undermines or invalidates the nine basic principles of the science of monetary policy developed before the crisis"* (Ibidem, 2011, p. 31).

A crítica se dá por diferentes caminhos, teóricos e específicos ao Brasil. Neste trabalho, serão enfatizados aqueles que se relacionam mais ao cenário recente, desde a eclosão da pandemia.

Voltando aos "princípios científicos" de Mishkin (2011), o 5º diz respeito ao princípio de Taylor, segundo o qual o BC deve elevar os juros nominais mais que proporcionalmente ao aumento da inflação. Para isso, uma regra como a chamada Regra de Taylor poderia ser posta em prática, fazendo com que o banco central defina sua taxa básica de juros a partir de fatores como desvio da inflação em relação à meta e do hiato do produto (desvio em relação ao produto potencial). Dado que os efeitos da política monetária ocorrem com certa defasagem e que as expectativas de inflação são parte relevante da determinação da taxa corrente (conforme o 4º princípio), no RMI, a manipulação dos juros se dá principalmente a partir das expectativas de inflação.

A relação entre taxa de juros e inflação se dá por conta dos efeitos da primeira sobre a atividade econômica e desta sobre a inflação. Mais especificamente, no NCM, a aceleração da inflação se dá quando a taxa de

1 Haveria ainda um 9º princípio, o de que fricções financeiras têm papel importantes nos ciclos de negócios, mas o autor não o coloca como parte no NCM.

2 Taxa "consistente, no médio prazo, com inflação na meta e crescimento do produto igual ao crescimento potencial" (Blinder, 1998 *apud* BCB, 2023, p. 67).

juros se encontra abaixo da taxa neutra,² o que gera excesso de demanda e leva a taxa de desemprego abaixo da taxa natural ou da taxa que não acelera a inflação (NAIRU na sigla em inglês)³, aumentando a inflação de preços e salários (Lavoie, 2015). Em suma, no Novo Consenso Macroeconômico: *“The change in the rate of inflation is thus determined by the level of the rate of unemployment relative to its presumed natural value”* (Ibidem, p. 541). Sendo a taxa natural de desemprego a única taxa sob a qual a inflação se manteria constante,⁴ seria função do banco central adotar uma política monetária que promovesse a convergência entre as taxas efetiva e natural (Davidson, 2006). Para o autor, o RMI é uma política baseado no “medo”. Ao manter a atividade abaixo do pleno emprego por políticas contracionistas (não permitir que bancos financiem demanda por recursos), o autor entende que *“resultant slack demand in the marketplace will discipline all workers and firms with the fear of loss of sales and income. The hope is that this fear will keep wage and price increases in check”* (Ibidem, p. 700).

Havia, porém, uma dificuldade em ter como meta a taxa natural de desemprego, pois esta não seria constante, fazendo com que o banco central tivesse um alvo móvel a ser atingido, o mesmo problema de políticas de agregados monetários, em que a demanda por moeda não era constante.⁵ A saída foi adotar uma meta de inflação, em que os juros se moveriam a partir de divergências entre a taxa desejada e efetiva (Davidson, 2006). Pelas taxas de juros, o BC poderia perseguir a taxa natural de desemprego qualquer que fosse seu valor, pois mesmo que esta seja variável e não observável (desconhecida), desvios das taxas efetiva e natural se refletiriam em

3 Taxa natural e NAIRU são conceitos distintos. O primeiro se refere à taxa de desemprego vigente no estado estacionário, em que há somente desemprego voluntário. Nesse caso, os conceitos podem ser tomados como sinônimos. Já a NAIRU é simplesmente uma taxa de desemprego em que a inflação é constante, sendo compatível com desemprego involuntário (Braga, 2006). Stockhammer (2008) mostra que a NAIRU é aceita por distintas correntes teóricas, até mesmo pós-keynesianas e marxistas, mas seus determinantes, a relação com a taxa vigente de desemprego (determina ou é determinada por ela) e principalmente suas implicações de políticas variam nas diferentes abordagens.

4 Já consideradas as rigidezes e fricções do mercado de trabalho.

5 A taxa natural de desemprego é uma variável não observável, o que faz com que sua estimação possa ser feita por diferentes metodologias, logo, estando sujeita a incertezas. A afirmação de que o Banco Central teria um alvo a ser atingido considera que há modelos em que a NAIRU é estimada com parâmetros tempo-variantes (Cf. Palma; Ferreira, 2017).

variações na inflação, que seriam o sinal para a ação do BC. A taxa de juros que possibilitaria estabilizar a inflação mantendo a taxa de desemprego próxima à natural é chamada de taxa neutra. Continua válida, portanto, a noção de que a variação da inflação é fruto de desvios entre as taxas efetiva e natural de desemprego, nas palavras de Davison (2006, p. 691): *“It is on this vague slippery slope notion of a variable natural rate of unemployment that the conventional wisdom of the desirability of a central bank targeting a specific inflation rate target rests”*.

O RMI é, portanto, um regime que pressupõe que a inflação é sempre um fenômeno monetário (1º princípio base do NCM), do que decorre logicamente que a taxa de juros é o instrumento adequado para seu controle. Outro ponto a ser destacado brevemente é que mesmo que se admita que o controle da inflação pela elevação de juros tenha efeitos recessivos, eles seriam no máximo temporários, pois no longo prazo a moeda seria neutra, conforme o princípio n. 3 supracitado. Se no longo prazo a moeda é neutra, o impacto recessivo será de curto prazo e os benefícios do controle da inflação irão superar os custos.⁶

A crítica ao RMI de uma perspectiva pós-keynesiana pode se dar a partir diferentes aspectos, como de seus fundamentos teóricos, principalmente a validade (teórica e empírica) de uma taxa única de juros e de desemprego que manteria a inflação estável.⁷ Neste artigo, o foco é na crítica à ideia de que a inflação é sempre um fenômeno explicado pela baixa taxa de juros em relação à taxa neutra e que, conseqüentemente, políticas monetárias contracionistas seriam a forma ideal de controlá-la.

Segundo Lavoie (2015, p. 543), a diferença principal nas visões tradicional e pós-keynesiana de inflação é que na primeira, a inflação decorre do excesso de demanda, enquanto para os últimos ela é em geral um fenômeno do lado da oferta. Davidson (2006) e Sicsú (2003), apontam diferentes possíveis causas da inflação: Inflação de salários (1); de lucros

6 Em algumas abordagens, como a teoria dos ciclos reais, a neutralidade valeria até para o curto prazo (superneutralidade da moeda) (Carvalho *et al.*, 2015).

7 E de outras premissas teóricas do modelo, como a neutralidade da moeda e as expectativas racionais (Cf. Modenesi, 2005).

(ou de grau de monopólio) (2); de retornos decrescentes (3); importada (4); choques de oferta (5); de impostos (6) e de demanda (7). Dos 7 apontados, 6 são de oferta e somente a de demanda é fruto direto de hiato negativo de desemprego, embora as 3, 4, 5 e 6 possam ser potencializadas por ele, além de fatores como o grau de monopólio (Sicsú, 2003). Portanto, a

alternativa pós-keynesiana de controle da inflação não é o resfriamento de toda a economia, não é a utilização de políticas de contenção da demanda agregada como a elevação da taxa de juros, mas sim políticas que atingem a economia pelo lado oferta, diretamente atacando o foco inflacionário (Sicsú, 2003, p. 128).

Por outro lado, o canal juros pode ter um efeito sobre a inflação mesmo quando não haja excesso de demanda, através da taxa de câmbio, via fluxos de capitais. Ao elevar os juros dos títulos públicos, estes ficam mais atraentes para os não residentes relativamente aos títulos de outros países, como o dos EUA, por exemplo (considerando que não há mudanças no risco-país). Esse é o canal de arbitragem de juros. Outro canal pelo qual a taxa de juros pode agir é no de derivativos, mas de forma indireta. Caso a taxa de juros mais alta provoque uma mudança na expectativa dos agentes, o predomínio de uma posição de depreciação pode ser alterado para um domínio de expectativas de apreciação da moeda. Caso esse segundo canal não funcione, pode até mesmo invalidar o primeiro no sentido que a expectativa de depreciação da moeda se sobreponha ao diferencial de juros. Uma vez que se concretize o efeito juros-câmbio, uma taxa de câmbio mais apreciada auxilia no combate à inflação por meio do barateamento de insumos e bens de capital, produtos finais importados e contratos indexados direta ou indiretamente à taxa de câmbio. Esses canais apresentam algumas especificidades para o caso brasileiro, as quais serão tratadas na próxima subseção.

1.2 O caso brasileiro

Além dos problemas apontados anteriormente, há questões específicas ao Brasil que reduzem ainda mais a eficácia do RMI. Os principais residem em obstruções parciais nos mecanismos de transmissão, que fazem com que a taxa de juros praticada para um dado nível de inflação tenha que ser maior do que indicaria o modelo teórico.

A transmissão no canal do crédito seria menos eficaz por conta da alta participação do segmento de crédito direcionado em relação ao livre⁸ (que dificulta a transmissão da taxa básica ao custo do crédito)⁹ e pela baixa representatividade do crédito livre na determinação da demanda agregada, que faz com que menor volume e maior custo de financiamentos impactem pouco a atividade (Barboza, 2015).

Já o canal do valor dos ativos, tem como principal inibidor a expressiva participação das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) na dívida pública federal. Por serem títulos pós-fixados, não há risco de perda de capital. Como destacam Oreiro e Paula (2021), a elevação de juros acaba por aumentar o retorno dos títulos, gerando um efeito riqueza em sentido contrário ao pretendido.

Outro aspecto da economia brasileira que afeta a eficácia da política monetária é a alta participação de preços administrados no indicador de referência do RMI, o Índice nacional de preços ao consumidor - Amplo (IPCA). Por serem preços estabelecidos por contratos, variações nos juros e na atividade econômica não teriam qualquer efeito sobre os mesmos (Barboza, 2015).

A questão dos preços administrativos intensifica os impactos da taxa de câmbio na inflação. Autores como Serrano (2010) e Pimentel, Luporini e Modenesi (2016) argumentam que a taxa de câmbio é o principal mecanismo

8 Uma contraposição a esse argumento pode ser encontrada em Passos e Modenesi (2020).

9 Em 2018, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) iniciou a substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), uma taxa discricionária, pela Taxa de Longo Prazo (TLP) dada pela soma do IPCA e do juro real das Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-Bs) de cinco anos. Com isso, o custo do crédito do BNDES passou a ser mais influenciado por mudanças na Selic, o que aumentaria a potência do canal do crédito.

de transmissão da política monetária no Brasil. Além dos aspectos tradicionais listados na seção 1.1, a questão dos contratos dos preços administrados se torna um canal adicional do impacto da taxa de câmbio. Isso ocorre, pois parte significativa dos contratos de preços administrados ainda incorporam o IGPM como índice de correção dos preços. O IGPM é especialmente sensível à taxa de câmbio pelo fato de 60% do seu índice ser composto pelos Preços ao Produtor, que por sua vez absorvem mais os impactos do câmbio pelo efeito direto nos preços dos insumos. O mesmo não ocorre nos preços ao consumidor, em que parcela da variação dos custos não é repassada, especialmente quando a economia não está sobreaquecida.

Se por um lado o canal de câmbio na inflação é intensificado para o caso brasileiro, por outro, a relação juros e câmbio no Brasil apresenta complexidades adicionais na relação juros-câmbio. Quando um não residente vai decidir pela alocação da riqueza em um ativo de determinado país ele deve levar em conta não apenas o retorno do título descontado pelo risco, como também a variação da taxa de câmbio entre a moeda que o referido título está denominado e a moeda do país em que reside ou a uma moeda-chave do sistema, como é o caso do dólar.

As moedas dos países emergentes (PEs) são utilizadas como um ativo de risco no portfólio dos *players* internacionais. Em cenário de otimismo, essas moedas tendem a ter um peso maior na composição das carteiras, já quando há uma incerteza exacerbada, elas tendem a cair, provocando fortes oscilações nas suas taxas de câmbio. Essa dinâmica é ainda mais intensa para o real. Isso se deve à combinação de dois aspectos principais: o amplo processo de abertura financeira brasileira nos anos 1990 e 2000 (Biancarelli, 2010); e o maior tamanho e liquidez do mercado de derivativos cambiais frente ao mercado a vista (Rossi, 2016).

Como traz Rossi (2016), o mercado offshore do real, embora não seja utilizado internacionalmente, afeta a taxa de câmbio por meio dos fundos de investimento com rendimentos atrelados à moeda doméstica (juros mais câmbio), sendo que o banco doméstico paga diferencial de juros e ganha com a depreciação do real. Desta forma, o banco doméstico opera em uma ponta

no mercado *onshore*, operando no mercado à vista, e em outra ponta, no mercado futuro da B3. A predominância nas posições vendidas *offshore* leva a ajustes de posições no mercado *onshore* e transmite pressões para a taxa de câmbio. Cabe destacar que os contratos futuros e de derivativos em geral são liquidados em real, tal qual acontece com os contratos de *swaps* cambiais que o BCB opera. Todavia, ambas operações no mercado futuro afetam a cotação da taxa de câmbio, cuja liquidação no mercado à vista é sempre em dólares, seja no mercado *onshore*, seja no *offshore*.

O mercado futuro do câmbio possui menos regulações que o à vista,¹⁰ por isso os bancos priorizam formar posições no mercado de derivativos, assumindo uma posição à vista e contrária no mercado futuro como forma de hedge cambial. No interbancário, suprem a demanda de moeda para liquidar operações do mercado primário, que é o conjunto de contratos de câmbio realizados entre residentes e não residentes, representando o fluxo cambial contratado. Ou seja, o mercado primário, como um todo, e interbancário, em específico, são resultados de posições passivas dos bancos junto aos seus clientes, de um lado, e ajuste das posições decorrentes da atuação no mercado futuro.

Cabe ressaltar que, quando se fala em mercado de derivativos, o componente das expectativas é uma variável essencial. Desta forma, se os grandes *players* internacionais apostarem que o real se depreciará, a tendência é que isso efetivamente ocorra. Isso não quer dizer que variáveis objetivas não possuam relevância, mas o ponto principal é observar o quanto elas refletirão nas expectativas dos agentes privados.

Essas complexidades que envolvem a taxa de câmbio do real auxiliam no entendimento do porquê a relação juros-câmbio no país nem sempre se verifica de forma clara. Exemplos recentes evidenciam essa falta de relação

10 Um dos principais aspectos em termos de regulação que diferencia esses mercados se refere a quem está autorizado a operar. Conforme Rossi (2016, p. 149) detalha: “A formação de posições no mercado de câmbio à vista é restrita a instituições bancárias e corretoras especializadas, que devem ter autorização do Conselho Monetário Nacional e suas operações formalizadas em contratos de câmbio e registradas no Sisbacen. Já no mercado futuro da BM&F qualquer agente pode formar posições abertas em dólar futuro, desde que cadastrado no sistema dessa instituição.” Essa diferenciação é especialmente relevante por restringir a atuação de bancos não residentes, sendo que o banco estrangeiro só pode atuar no mercado à vista se tiver subsidiária ou sede no país.

direta. Em dezembro de 2020 a meta da taxa Selic estava em 2% a.a. e a taxa de câmbio no dia 14 daquele mês estava em 5,06, com a média para o mês em 5,15. Em dezembro de 2021, com a Selic já em 9,25% a.a., a taxa de câmbio teve o pico em 5,74 no dia 21 e a média para o mês foi de 5,65. Poder-se-ia argumentar que o risco país, medido pelo CDS, mitigaria esse diferencial de juros. Contudo, mesmo descontando o risco, em dezembro de 2021, o retorno “líquido” era de 6,87%, contra 0,47% em dezembro de 2020. Já os juros básicos dos EUA eram o mesmo nos dois períodos.

Vale ainda destacar que as oportunidades de ganhos mesmo no mercado à vista não se limitam a títulos públicos. Investimentos em ativos privados, em determinados períodos, chegam a ultrapassar as aplicações em dívida pública. E sobre essa, não se deve observar apenas a taxa básica de juros. Quando ela estava em 2% a.a., havia títulos de prazo maiores oferecendo remuneração superior a 10%.

Por fim, ainda prevalece uma alta indexação de preços na economia brasileira, o que faz com que a inflação de um período seja automaticamente repassada aos seguintes e que choques de custos levem mais tempo para se dissipar.¹¹

2. A inflação brasileira desde a pandemia do Covid-19

2.1 IPCA, expectativas e núcleos de inflação

Nesta seção é feita uma análise da dinâmica da inflação brasileira desde o início da pandemia até o fim de 2022. O mais relevante aqui é mostrar os principais grupos que explicam as altas taxas do período e que estas se explicam principalmente por fatores de oferta.

11 Algumas das consequências da alta indexação são tratadas por Modenesi e Modenesi (2012) e Oreiro e Paula (2021).

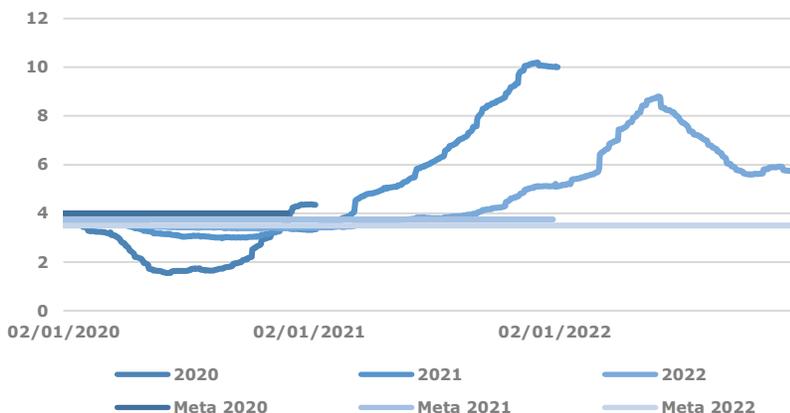
Começando pelo IPCA, com as primeiras medidas de restrições nos meses iniciais da pandemia, os efeitos foram baixistas, inclusive com deflação em abril e maio, segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Até agosto de 2020 a inflação acumulada ficou abaixo do piso da meta de 2020 (2,5%) e então começou a crescer, fazendo com que o índice fechasse o ano em 4,52%, acima da meta de 4%, mas abaixo do teto (5,5%). Já em 2021, a inflação foi de 10,06%, quase o dobro do teto de 5,25%. A inflação ficou novamente acima do teto em 2022, quando chegou a 5,79%.

Sendo a taxa de juros o instrumento central da política monetária do RMI e dado que seus efeitos levam alguns trimestres para afetar a inflação, a autoridade monetária se baliza não pelos valores passados, mas principalmente pelas expectativas, ou seja, olhando para o futuro (BCB, 2023b). Esse aspecto tornaria o combate à inflação menos custoso, mesmo na ocorrência de choques relevantes (BCB, 2021b). Para Mishkin (2000), a política monetária deve ser *forward looking* porque se a autoridade monetária esperar a inflação se disseminar para agir, será mais difícil combatê-la. Com a pandemia e a esperada recessão, as expectativas para 2020 ficaram alguns meses abaixo do piso da meta (**Gráfico 1**), se elevaram a partir de junho e somente em dezembro ficaram (ligeiramente) acima da meta. Portanto, considerando os valores observados e as expectativas, o BCB tinha espaço para reduzir a taxa de juros, que passou de 5% a.a. em fevereiro de 2020 para 2% a.a. em junho de 2020.

Para 2021, a média das expectativas exibiu comportamento similar, em menor magnitude, à queda referente a 2020 e até janeiro de 2021 estava praticamente no centro da meta (3,4%). A partir de março elas passaram a crescer de forma mais acelerada e desde fins de maio se situavam acima do teto da meta. As expectativas para 2022 começaram a subir também a partir de março de 2021 e desde então se situam acima da meta de 3,5%, e desde novembro de 2021 também acima do teto (5,0%). Foi também em março de 2021 que o BCB iniciou o ciclo de alta de juros, o qual acumulou expressivos

11,75 pontos percentuais até agosto de 2022, mantendo-se em 13,75% até o início do ciclo de baixa em 2 de agosto de 2023.

Gráfico 1 – Média de expectativas de inflação anual e metas (IPCA % a.a., 02/01/2020-30/12/2022)



Fonte: BCB.

Portanto, quando são consideradas as regras de atuação do banco central, pode-se dizer que o BCB agiu em conformidade a elas, elevando os juros a partir do momento em que as expectativas começaram a se deteriorar. No entanto, mesmo após a grande elevação de juros, a inflação superou o teto da meta em 2021 e 2022 e as expectativas são de taxa ligeiramente acima do teto em 2023 (4,84%) e acima do centro da meta entre 2024 e 2026.¹² Esse cenário sugere que o instrumental do RMI é insuficiente para lidar com a inflação. Os motivos disso são tratados posteriormente.

¹² De acordo com o *Boletim Focus*, de 14 de agosto de 2023, as expectativas de inflação para 2023, 2024, 2025 e 2026 eram, respectivamente, de 4,84, 3,86, 3,5 e 3,5%. Já o relatório de inflação de junho de 2023 (BCB, 2023b), indicava projeção de inflação de 5,0, 3,4 e 3,1% para os anos de 2023, 2024 e 2025, respectivamente. Nos dois casos, há um processo de queda de expectativas e projeções.

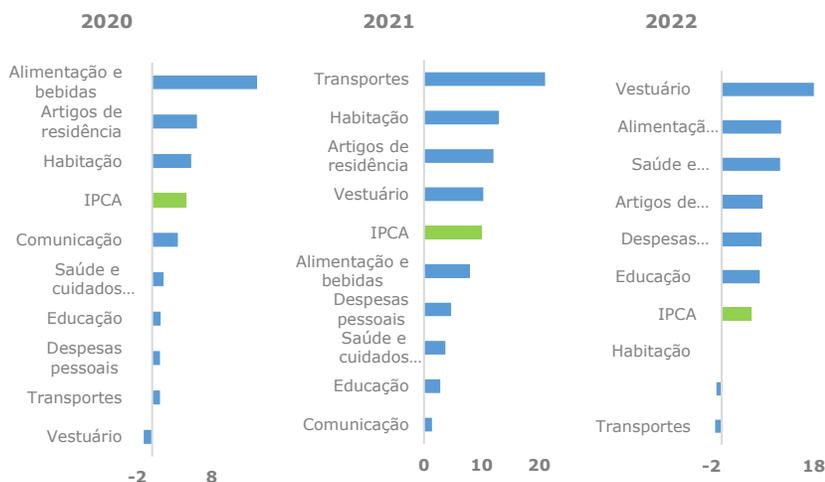
Outro importante conjunto de variáveis a ser analisado é o de núcleos de inflação, pois essas medidas seriam menos impactadas por fatores transitórios e, por isso, “são parte importante do conjunto informacional considerado pelo Banco Central do Brasil (BCB) na tomada de decisão de política monetária” (BCB, 2020a, p. 67). Entre abril e outubro de 2020 a média dos núcleos ficou abaixo do piso da meta e só chegou ao centro em março de 2021, reforçando o argumento de que havia espaço para redução da taxa em 2020.¹³

2.2 Inflação e seus componentes

A análise do índice “cheio” pode esconder detalhes relevantes, por isso é importante analisar os diferentes grupos, identificando as principais pressões inflacionárias. O conjunto **Gráfico 2** mostra as taxas de inflação acumuladas por ano e seus subgrupos.

13 Os núcleos analisados são os que o BCB apontou como os mais relevantes: núcleo de médias aparadas com suavização (MS); núcleos por exclusão Ex-0 e Ex-3; núcleo de dupla ponderação (DP); e núcleo Percentil 55 (P55). Ver BCB (2020a) para descrição dos índices e motivos para a escolha do conjunto.

Gráfico 2 – Taxa anual de inflação (2020-2022, %)



Fonte: IBGE.

Pelo conjunto do **Gráfico 2**, vê-se que em 2020 houve grande discrepância entre os grupos. Aqueles cuja demanda foi mais afetada pela pandemia tiveram baixa inflação ou até mesmo deflação. Já nos grupos de Alimentação e bebidas a taxa chegou a 14,1%.

Em 2021, as altas em Transporte e Habitação (21% e 13%, respectivamente) foram as principais responsáveis pelo alto valor do IPCA.¹⁴ No primeiro, a alta decorreu do aumento de 49% dos combustíveis. Já em Habitação, as elevações de gás em botijão e encanado e energia elétrica foram os destaques, com altas de, respectivamente, 37%, 28,5% e 21,2%.

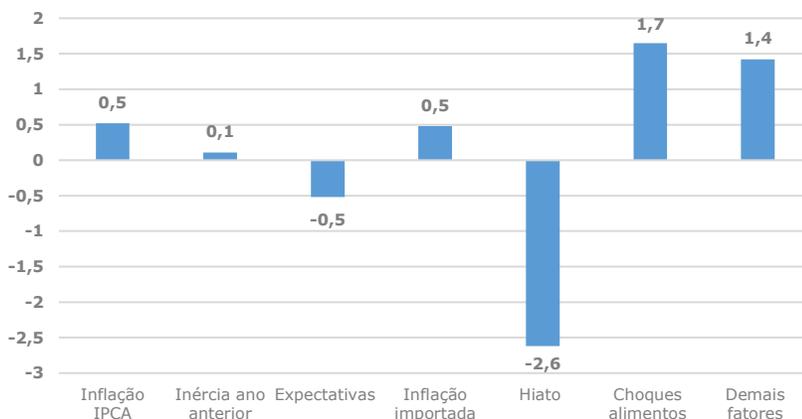
No ano de 2022, a taxa de inflação de Alimentação e bebidas voltou a crescer, chegando a 11,6% no acumulado até junho, enquanto a alta em Transportes foi de 7,4%. Esse setor teve sua alta reduzida a partir do segundo

14 Apesar de se situarem acima do índice cheio, Artigos de residência e Vestuário têm pouco peso no índice (abaixo de 5%), por isso não serão analisados com mais detalhes.

semestre pela combinação de queda no preço do barril de petróleo e das alterações tributárias, cuja análise mais detalhada se encontra na seção 3. Com isso, em julho, agosto e setembro houve queda na inflação da gasolina respectivamente de 15,48%, 11,64% e 8,33%. Para os mesmos meses, a inflação de Transportes foi de 4,51%, 3,37% e 1,98%. Já o diesel, a despeito das quedas na cotação do barril de petróleo, não se reduziu pelo fato de já possuir isenções tributárias federais e alíquotas inferiores ao mínimo estabelecido do ICMS e pelo conflito na Ucrânia, pois a Europa, especialmente Alemanha, deixou de importar da Rússia e grande parte da oferta foi suprida pelos EUA, o qual reduziu a oferta para outros destinos, como o Brasil. Os preços do gás de botijão e encanado tiveram altas significativas (7,5% e 12,8%, respectivamente), mas a queda de 14,5% nos preços da energia elétrica levou à deflação em Habitação. A queda na energia elétrica foi possibilitada pelo fim da bandeira de Escassez Hídrica em março de 2022 e da bandeira vermelha 2 no mês seguinte, se situando em bandeira verde até o final do ano.

O **Gráfico 3** mostra a decomposição do desvio da meta de inflação em 2020 e fica claro que o hiato negativo do produto (efeito direto da recessão) respondeu por boa parte da pressão baixista enquanto o choque de alimentos foi o item de maior pressão no sentido contrário, o que configura uma inflação de oferta.

Gráfico 3 – Decomposição do desvio da meta de inflação de 2020 (p.p.)



Fonte: Relatório de inflação BCB (mar. 2021)

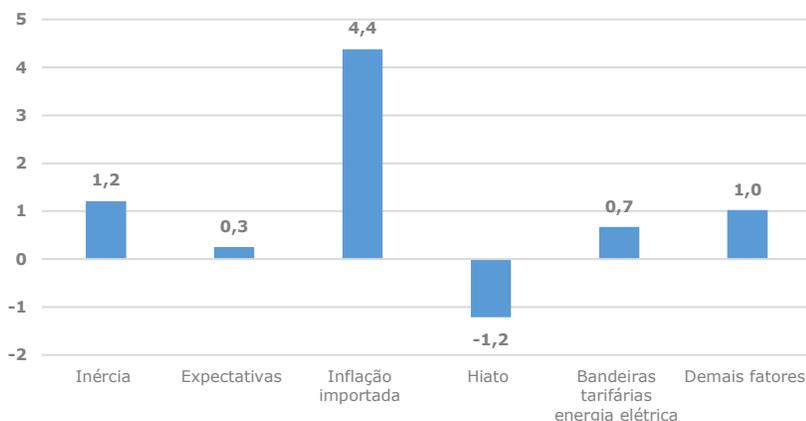
De acordo com os relatórios de inflação de dezembro de 2020 (BCB, 2020b) e março de 2021 (BCB, 2021a), a elevação da inflação de alimentos naquele ano está ligada a três fatores principais: alta nos preços de commodities, desvalorização cambial e demanda aquecida (por conta de programas de transferência de renda). Sobre o último elemento, a adoção dos programas de transferência de renda são mais que justificados. Como o enfrentamento da pandemia passa por medidas de isolamento, milhões de pessoas perderam suas fontes habituais de renda e programas como o Bolsa Família e o Auxílio Emergencial eram uma questão de sobrevivência. E uma elevação de juros não faria sentido, pois, de forma geral, o cenário recessivo exercia influência baixista sobre a inflação, como o hiato deixa claro. Os outros dois elementos são fatores de oferta e estão interrelacionados, pois a desvalorização cambial reforça os efeitos de alta dos preços das commodities.

No que tange à taxa de câmbio, o ano em que se observou a maior desvalorização foi em 2020, cuja taxa média foi 30,7% mais alta que a média

do ano anterior. Contudo, com a recessão e a baixa internacional nos preços dos combustíveis, seu repasse ficou limitado. De todo o modo, possivelmente o aumento dos alimentos e o próprio IPCA teriam sido mais baixos caso a desvalorização tivesse sido menor.

Já em 2021, observa-se pelo **Gráfico 4** que a inflação importada¹⁵ respondeu por 4,4 pontos percentuais dos 6,3 de desvio da meta. Dentro desse grupo, preços de commodities em dólares tiveram contribuição de 0,71 p.p. e cotação do petróleo, de 2,95 p.p. O preço da gasolina isoladamente respondeu por 2,3 p.p. do IPCA do ano (BCB, 2022). Como em 2021, o hiato do produto teve contribuição negativa, indicando novamente uma inflação de oferta.

Gráfico 4 – Decomposição do desvio da meta de inflação de 2021 (p.p.)



Fonte: Relatório de inflação BCB (mar. 2022)

15 No referido relatório do BCB não há uma definição precisa sobre inflação importada, mas se associa a inflação a variações na taxa de câmbio e preços de commodities, além de efeitos no cálculo da PPI da Petrobras. Ou seja, é uma combinação de fatores externos que provocam efeitos diretos e indiretos nos preços. No *box* do relatório de inflação de dezembro de 2016, consta uma definição mais precisa: “A transmissão da inflação importada ocorre tipicamente em dois estágios: no primeiro, movimentos da taxa de câmbio são transmitidos aos preços dos produtos importados; no segundo, mudanças nos preços de bens importados são transmitidas para os preços no varejo e ao consumidor” (BCB, 2016, p. 30). Uma definição mais ampla é feita em Sicsú (2003).

Com base nos dados do *World Economic Outlook Database* do Fundo Monetário Internacional (FMI) de abril 2022, vê-se que houve uma tendência de uma nova alta nas commodities em geral a partir de 2021. Tendo 2016 como base 100, observa-se que o índice geral de commodities, saiu de 105,9 de média em 2020, para 162,3 em 2021 e 238,4 em 2022. Nessa mesma ordem, o índice de energia ficou em 91,4, 184,4 e 346,5; o de cereais em 119,1, 167,6 e 220,4; e de metais em 139,9, 205,4 e 225,7.

Neste ponto deve se enfatizar a questão da alta de energia e mais especificamente de combustíveis. Ainda no ano de 2020, quando o mundo passava por forte restrição de movimentação e até mesmo lockdown em diversos países do hemisfério norte, os preços do petróleo caíram vertiginosamente e certos contratos de futuros do petróleo chegaram a atingir patamares negativos. Com isso, a Opec+ optou por reduzir a produção e posteriormente manteve um plano de lento aumento de produção, com a justificativa de temor de uma quarta onda, mesmo após pressões de importantes países para retomada da produção ao patamar pré-pandemia (Lawler; Ghaddar; Astakhova, 2021)¹⁶. Soma-se a isso a retomada da atividade econômica acelerada na Ásia e posteriormente em outros países desenvolvidos, juntamente com redução de oferta de outras fontes de energia, como a eólica, que pressionou a demanda por petróleo. A combinação desses aspectos fez com que a produção global de petróleo tenha aumentado em torno de seis vezes menos que a demanda (Erkul, 2021)¹⁷.

Esses fatores se refletiram na alta no preço do petróleo ao longo de 2021. O Petróleo Brent¹⁸ inicia o ano em US\$ 51,1 chegando a US\$ 86,4 em 26 de outubro, uma alta de 69,8% e finalizando o ano em US\$ 77,78. Pela atual política da Petrobras, os preços domésticos seguem o preço da paridade de importação, então esse aumento na cotação do petróleo é repassado para

16 OPEC+ sticks to plan for gradual oil output hike, price roars higher. Disponível em: <https://www.reuters.com/business/energy/opec-seen-keeping-oil-output-policy-unchanged-opec-sources-say-2021-10-04/>. Acesso em: jan. 2023.

17 OPEC's oil demand growth forecasts for 2021 remains unchanged. Erkul (2021). Disponível em: <https://www.aa.com.tr/en/energy/oil/opecs-oil-demand-growth-forecasts-for-2021-remains-unchanged-/33200>. Acesso em: jan. 2023.

18 Os preços foram retirados do site *Investig.com*. Disponível em: <https://br.investing.com/>. Acesso em: jan. 2023.

os preços dos combustíveis no país. Quando se compara 2021 com 2020, o preço do Petróleo Brent subiu 69,7% e o preço de venda dos preços dos derivados básicos em reais subiram 63,7%, ou seja, praticamente o mesmo montante.

Resta tratar brevemente da questão dos gastos residenciais que são puxados pelo preço do gás e da energia elétrica. Para o primeiro caso, a Petrobras mantém a estratégia de repasse dos preços internacionais. Já a questão da energia elétrica está principalmente relacionada ao aumento nas tarifas de energia, decorrente do acionamento das térmicas (mais caras que as hidrelétricas). Se não bastasse a regra de bandeiras tradicional, criada em 2015, em julho de 2021 foi criada a bandeira de Escassez Hídrica. A efeito de comparação, a bandeira Amarela significa um adicional (por 100kW/h) de R\$ 1,874, a Vermelha R\$ 3,971, a vermelha 2 de R\$ 9,49 e a de escassez hídrica, R\$ 14,20. Ademais, entre maio e julho de 2021 ocorreram reajustes anuais nas companhias elétricas.

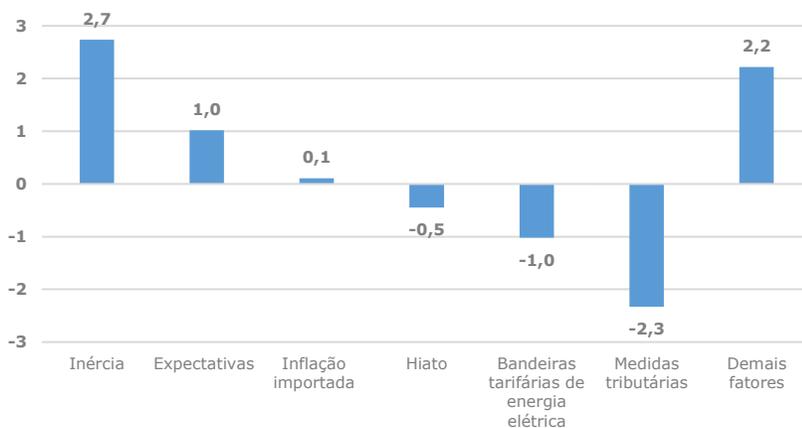
Historicamente, altas nos preços de commodities são neutralizadas (ou ao menos amenizadas) por valorizações cambiais, já que o país é exportador desses bens, mas na primeira metade de 2021 o câmbio se desvalorizou a agravou o efeito inflacionário da alta internacional (BCB, 2021b). Após um breve arrefecimento, o dólar voltou a subir a partir de outubro. A despeito disso, pelo fato de a Petrobras basear seus repasses principalmente na cotação do petróleo¹⁹ (absorvendo as depreciações do real) e pelas bandeiras tarifárias de energia elétrica não levarem em conta a taxa de câmbio, esta não parece estar entre as principais fontes de inflação no acumulado em 2021. Ao mesmo tempo, não se pode concluir que não tenha tido efeitos indiretos em outros componentes do IPCA.

O **Gráfico 5** mostra que em 2022 o desvio da inflação em relação à meta, que foi de 2,29 p.p., teve como principais fatores a inércia e as expectativas e nos “demais fatores” se destacam o choque de bens industriais e Alimentação no domicílio (BCB, 2023a, p. 78). Já as bandeiras tarifárias de

19 A partir da análise do balanço da Petrobrás observa-se que a variação dos preços praticados internamente acompanha de perto a variação da cotação internacional, mas não a variação cambial, mesmo que isso esteja previsto na PPI.

energia elétrica e principalmente as medidas tributárias que reduziram o preço dos combustíveis tiveram grande pressão baixista sobre o indicador. Os principais fatores explicativos de baixa e de alta têm pouca ou nenhuma relação com os juros. A maior pressão baixista aliás, veio de uma medida puramente discricionária. Nos três anos aqui analisados, o hiato teve contribuição negativa para o IPCA, o que mostra claramente que a natureza da inflação brasileira não era de demanda e que a taxa de juros não era o instrumento mais adequado para seu combate.

Gráfico 5 – Decomposição do desvio da meta de inflação de 2022 (p.p.)



Fonte: Relatório de inflação BCB (mar. 2023)

Por último, é importante destacar que a dinâmica inflacionária recente foi mais severa sobre os grupos de menor renda. Em 2020, mesmo antes de o IPCA (e as expectativas) começarem a ultrapassar a meta, o grupo Alimentação e bebidas, que representa bens da mais alta necessidade e com grande peso na cesta de consumo dos mais pobres, já apresentava altas taxas de inflação. Embora a inflação do grupo historicamente se situe acima do IPCA, a diferença no período recente foi a maior desde o início do RMI, em

junho de 1999. Desde então, a primeira vez que razão entre esse grupo e o IPCA chegou a 3 foi em maio de 2020, mas a partir daí, isso ocorreu em outros oito meses, o que mostra a magnitude e o caráter duradouro da pressão sobre o grupo. Tanto no IPCA como no Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), que abrange famílias que recebem até 5 salários mínimos, o grupo Alimentação e bebidas é o mais importante, com peso de 21,9% e 24,9%, respectivamente (pesos de dezembro de 2022).

A inflação no grupo Transportes tampouco pode ser negligenciada. Além de ter o segundo maior peso no IPCA (20,5%) e no INPC (19,3%), possui efeitos indiretos importantes. A predominância do modal rodoviário na malha de transportes faz com que altas nos combustíveis pressionem os preços de fretes e, conseqüentemente, de um amplo grupo de produtos, inclusive alimentos. O efeito sobre alimentos também se dá através dos impactos do gás natural sobre os fertilizantes, já que importantes insumos, como a amônia, o utilizam na produção. A mesma lógica pode ser conferida para a energia elétrica, a qual afeta toda a cadeia produtiva e de armazenamento.

A alta inflação de Alimentação e bebidas, Transportes e de itens como gás de botijão e encanado fez com que a inflação de diferentes grupos de renda fosse bem distinta. Embora historicamente a inflação dos segmentos de menor renda seja maior, essa diferença nunca foi tão alta e duradoura. Segundo dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), entre agosto de 2020 e janeiro de 2021, a inflação acumulada do grupo de renda baixa foi pelo menos duas vezes maior que a do grupo de renda alta em todos os meses, sendo que o maior valor da série histórica (antes de 2020) nessa relação havia sido de 1,6. Tomando somente as taxas das rendas muito baixa, dos 10 maiores valores da série histórica, 5 foram no período 2020-2022 (tanto para valores mensais como para acumulados). Reitera-se, portanto, a excepcionalidade dos impactos da inflação sobre as diferentes faixas de renda no período.

Desigualdades tão significativas nos índices dos diferentes grupos de renda não deveriam ser vistas como uma particularidade indesejável dentro

do objetivo principal de cumprimento da meta. A desconsideração dessas diferenças mostra a limitação do RMI em tratar inflações que não sejam de demanda, tema abordado na próxima seção.

3. Limitações do RMI e instrumentos de combate à inflação

Como mostrado na seção 2.1, a ação do BCB no combate à inflação se deu dentro das regras do RMI. Até o ponto em que as expectativas de inflação estavam ancoradas, ele reduziu a taxa de juros e quando elas passaram a ficar acima da meta, teve início um ciclo de elevação. No arcabouço do RMI, em casos de choques de oferta, a autoridade monetária só deveria agir se esses se mostrassem duradouros e se disseminassem por outros segmentos. Neste caso, o BCB parece ter subestimado a magnitude e persistência dos choques, principalmente da forte desvalorização cambial de 2020, ou seja, mesmo se considerando a operacionalização dentro dos preceitos do RMI, a ação do BCB pode ser questionada. Nesse sentido, embora a depreciação do real tenha sido causada especialmente por determinantes externos e antes mesmo da queda nos juros, pode-se apontar que a redução das taxas de juros para mínimas históricas foi um fator adicional no processo em curso.²⁰ A redução em si foi correta e necessária, mas sua intensidade parece ter sido exagerada. O argumento aqui, no entanto, é de que o problema não foi a condução do RMI pelo BCB, mas o próprio desenho do regime, que não prevê instrumentos de combate à inflação de oferta. Ademais, argumenta-se que o desmonte do Estado em diferentes esferas e, especificamente, o combate à inflação com o instrumental restrito do RMI, limitou o raio de ação do BCB em particular e do governo em geral para combater a inflação.

Começando com a questão de agir ou não para combater choques de oferta, em um país de renda média e alta concentração de renda e riqueza

20 Mais especificamente o diferencial de juros entre as taxas brasileira e americana.

como o Brasil, deixar que a população mais vulnerável seja a mais atingida pela inflação em um momento de grande severidade não parece correto. Particularmente, a inflação de alimentos deveria ter sido combatida com maior vigor e urgência, independentemente do cumprimento da meta e/ou da ancoragem das expectativas, já que ela tem impacto pronunciado sobre os mais pobres. Agir sobre grupos específicos de bens, em detrimento do índice de referência, implicaria necessariamente se desviar do RMI e adotar uma ação bem mais discricionária do que prevê sua operacionalização.

Além disso, esse combate não poderia ser feito pela taxa de juros. Primeiro porque ela só afeta pressões advindas do lado da demanda e o quadro era de uma inflação de oferta. Segundo, porque seus efeitos são lentos e prejudicam a atividade econômica, que já vinha sendo severamente afetada. É ilustrativo (mas não surpreendente) o fato de que mesmo com todo o aumento da taxa Selic desde março de 2021, a inflação tenha continuado acima do teto e as expectativas desancoradas. Enquanto isso, segundo os dados do IBGE, o PIB ainda se encontra abaixo dos níveis de 2014.

Como apresentado na seção 1, dado que na abordagem pós-keynesiana a inflação pode ter diferentes razões, a busca pela sua estabilização consiste em identificar suas causas e desenhar políticas específicas para combatê-las, sendo que a política monetária restritiva seria adequada apenas para o caso da demanda e indiretamente para importada (Sicsú, 2003). Baseado nessa perspectiva, são apresentados possíveis instrumentos para lidar com pressões inflacionárias advindas de inflação importada, choques de oferta e preços administrados.

Antes, porém, é preciso destacar algumas interconexões entre elas. Por exemplo, uma depreciação do real é uma maneira indireta de: i) inflação importada; ii) reajuste nos preços administrados, pois possui uma incidência significativa no IGPM (referência de diversos contratos de preços administrados); e iii) choque inflacionário, pois aumenta os custos de produção decorrente dos preços mais altos dos insumos.

Outro exemplo é quando ocorrem elevações nos preços internacionais

de commodities, o que configuraria simultaneamente inflação importada e choque de oferta, como é o caso recente do aumento dos preços dos combustíveis. Poder-se-ia argumentar em favor de incluí-los nos preços administrados, mas o preço dos combustíveis não é exatamente um preço administrado, e sim decidido por uma empresa de economia mista, cujo controle ainda pertence ao Estado. Aumentos de energia elétrica são tanto choques de oferta quanto de preços administrados. Por conta desse imbricamento, focar-se-á nos principais fatores de inflação recente, sem buscar encaixar nas explicações conceituais de inflação, mas referenciando-as quando pertinente. Por último, o próprio Sicsú (2003) admite que a identificação da causa não implica solução simples, pois ela pode, por exemplo, gerar efeitos deletérios sobre o produto e o emprego ou levar muito tempo para gerar resultados.

Em relação à inflação dos alimentos, seria fundamental a retomada dos estoques reguladores para estabilizar preços. Sicsú (2003) resgata Davidson (1994) para argumentar sobre a importância de se implementar estoques reguladores para trazer maior estabilidade nos preços do mercado à vista, evitando excesso de flutuações entre oferta e demanda. A própria estabilidade seria benéfica para os produtores e contribuiria para novos investimentos e conseqüentemente aumento da oferta.

No entanto, desde 2015 se observou o virtual abandono da política nacional de estoques reguladores. Segundo dados da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), em março de 2015, os principais produtos (arroz, milho, feijão, café e trigo) somavam estoques de 1,9 milhões de toneladas e em março de 2020, início da pandemia, pouco mais de 263 mil toneladas. As reservas de feijão, por exemplo, estão zeradas desde 2017 e as de café desde 2021.²¹ Ou seja, na prática o governo não tinha condições de adotar uma política dessa natureza por uma limitação autoimposta.

De forma complementar, seria fundamental o incremento contínuo nos incentivos à agricultura familiar, que de acordo com o Censo Agropecuário de

21 O café ainda possui uma tonelada que, grosso modo, pode ser considerada como zerada.

2017-2018 foi responsável por 30% da produção de alimentos quando se exclui soja, milho, trigo e cana-de-açúcar (Embrapa, 2020). Para alguns produtos de importância na cesta de consumo dos brasileiros, a participação apontada era ainda mais relevante, sendo 80% da mandioca, 69% do abacaxi, 48% do café e banana e 42% do feijão. O setor também é fundamental na geração de emprego, já que 67% das pessoas ocupadas na agropecuária estavam nesses estabelecimentos (Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, 2020)²². Ou seja, medidas de financiamento e assistência técnica, entre outras, para esse setor, proporcionam concomitantemente um auxílio para contenção da inflação e geração de emprego. Um dos incentivos mais relevantes é o PRONAF. Para a safra de 2014-2015 o valor destinado para essa modalidade foi de R\$ 24,1 bi, já para a safra de 2020-2021 foi de R\$ 33,0 bi. Se levar em consideração a inflação acumulada de 2014 a 2019, o valor da safra 2014-2015 chega a ser superior em R\$ 600 mi. Já o valor destinado para a safra 2023-2024 é de R\$ 71,6 bi, que mesmo deflacionando pela inflação de 2020 a 2022 representa um aumento de R\$ 28,83 bi, ou aumento de 78,3% (Ministério da Agricultura e Pecuária, vários anos).

Os preços dos combustíveis, grupo de grande difusão na economia, foi um dos principais agravantes da inflação em 2021 e apenas em termos diretos, representou um terço da inflação no período. Dada essa importância, o governo não deveria abdicar de ter algum controle sobre eles, mais especificamente, a política de preços de combustíveis deveria prever períodos de acomodação da variação de preços internacionais, como era feito anteriormente com a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE). É preciso manter a saúde financeira e capacidade de investimento da Petrobras, mas a política atual significa desistir de controlar um preço chave da economia. Novamente, se trata de uma opção de não ter um instrumento de política.

22 Agricultura Familiar. (Acesso restrito). Disponível em: <https://www.gov.br/agricultura/pt-br/assuntos/agricultura-familiar/agricultura-familiar-1>. Acesso em: jan. 2023.

Há que se ressaltar que os atuais preços praticados pela Petrobras estão muito acima dos custos de produção e refino e que a redução não significaria uma pressão sobre a empresa, no sentido de inviabilizar novos investimentos.²³ Isto pois nos últimos trimestres o custo de exploração médio do petróleo (*lifting cost*) tem se situado sempre abaixo de US\$ 8,00 (US\$ 7,49 na média de 2022 e US\$ 6,65 na de 2021) e mesmo adicionando os custos relacionados ao repasse para o governo, ainda tem ficado inferior a US\$ 30,00 (US\$ 25,44 na média de 2022 e US\$ 19,62 na de 2021). Há que se ressaltar que o aumento dos custos adicionados do governo se deu pela própria elevação de preços praticados pela Petrobras, e não com base nos aumentos dos custos em si. Enquanto isso, o preço do petróleo praticado internamente tem seguido muito de perto o do Brent. Por exemplo, a variação do Brent entre os primeiros trimestres de 2022 e de 2021 foi de 66,5%, enquanto a do preço doméstico foi 63,5%. Em 2021 e 2022 o preço praticado interno correspondeu, respectivamente, a 95,41% e 94,78% do petróleo Brent.

Outro ponto importante é o custo do refino do petróleo nacional. Diferentemente de anos prévios, em que grande parte do petróleo que as refinarias brasileiras tinham capacidade de produzir era importado, atualmente, com a combinação dos investimentos nas capacidades das refinarias e a produção do pré-sal, a quase totalidade (94%)²⁴ do refino utiliza petróleo extraído internamente. Ao se analisar o balanço, observa-se na comparação de 2022 com 2021, a variação no custo do refino foi de 12,9%.

Mais uma vez fica evidenciado que a inflação de combustíveis no país se deve a uma decisão política-estratégica em se adotar o preço de paridade de importação (PPI) e não possui qualquer relação com os custos de exploração e refino.

23 Os dados foram retirados do balanço trimestral da Petrobras. Disponível em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/central-de-resultados/>. Acesso em: jan. 2023.

24 Notícia publicado pelo UOL, como "Por que o Brasil importa combustíveis se é autossuficiente em petróleo?", por Vasconcellos (2021). Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/04/17/por-que-o-brasil-importa-combustiveis-se-e-autossuficiente-em-petroleo.htm>. Acesso em: jan. 2023.

Para contornar a alta dos combustíveis o governo instituiu em junho de 2022 – através do PLP n.º 18/2022 – o teto do ICMS de 17% ou 18% nos estados sobre os combustíveis e zerou até o final de 2022 os tributos federais.²⁵ Além de não atuar sobre o problema da instabilidade de preços e de não os reduzir de forma suficiente, representou uma perda significativa de arrecadação para os estados.²⁶ A Medida Provisória (MP) n.º 1157/2023 prorrogou a desoneração de impostos federais sobre combustíveis, inclusive importados. Enquanto gasolina e etanol tiveram o prazo estendido apenas até o final de fevereiro; óleo diesel, biodiesel e gás natural tiveram alíquota zerada até o final do ano.²⁷

Havia um projeto de lei (PL n.º 1.472/2021) para adoção de bandas de preços dos combustíveis cuja dinâmica se basearia principalmente dos custos de exploração e refino internos e que por envolver também o setor privado significaria subsídios para esse setor, mas cujos recursos seriam provenientes do próprio setor petrolífero.²⁸ Essa proposta tinha como grande mérito conseguir de fato solucionar o problema da elevada volatilidade dos preços e fazer com que estes sigam mais de perto os custos de exploração e refino praticados no Brasil. Ter como fontes importantes dos recursos a própria poupança do setor em momentos que os preços internacionais estiverem abaixo do piso das bandas e impostos das exportações quando a cotação estiver mais elevada são outros pontos positivos do projeto. Uma reflexão importante a ser feita quanto a projetos como este, que em parte atuam oferecendo subsídio ao setor privado, é se ele deve ser implementado como algo definitivo.

25 Os impostos federais zerados até dezembro de 2022 para gasolina e suas correntes e etanol foram: PIS/Pasep; Cofins; PIS/Pasep-Importação; Cofins-Importação; e Cide.

26 A queda nos preços da gasolina praticados no Brasil ao longo do segundo semestre de 2022 não foram consequência apenas da queda dos impostos, mas também da queda no preço do petróleo, o qual saiu de US\$ 117,98, em 28 de junho, para abaixo de US\$ 90, em diversos períodos, e fechando a US\$ 76,59 em 7 de dezembro de 2022.

27 Os estados, por sua vez, estudam meios para elevar novamente as alíquotas, mesmo que para um patamar inferior ao de antes dos cortes. Também houve elevação de alíquotas em outros setores para compensar a redução sobre os combustíveis. Ainda houve acordo entre o governo federal e os estados em que se acertou compensações financeiras de R\$ 26,9 bilhões.

28 Projeto para conter alta dos combustíveis deve entrar na pauta do Plenário em fevereiro. *Agência Senado*, 17 jan. 2022. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2022/01/17/projeto-para-conter-alta-dos-combustiveis-deve-entrar-na-pauta-do-plenario>. Acesso em: jan. 2023.

Nesse sentido, defende-se como ideal um mecanismo transitório nos moldes do PL n.º 1472/2021, mas que no médio para longo prazo se reestruture o setor de refino e distribuição para que a economia não fique refém do setor privado ser competitivo com os preços da Petrobras. Se a presença do setor privado traz mais prejuízos ao país, pela incapacidade de concorrer com a oferta de derivados de petróleo com a Petrobras, seria melhor ter apenas a estatal. Destarte, a Petrobras não pode deixar de basear seus preços em seus custos, cujo petróleo importado é a menor parte do refinado, apenas para permitir que a gasolina importada seja competitiva. Caso o setor privado queira permanecer no mercado, teria que investir em novas refinarias, ampliando a capacidade de refino do país compatível com o petróleo explorado internamente.

Outro elemento de forte pressão inflacionária em 2021 foram as tarifas de energia. A majoração de tarifas pelo acionamento das termelétricas ocorre por conta dos maiores custos. Uma opção seria, como no caso dos combustíveis, constituir um fundo nos períodos de menor custo para ser usado quando estes se elevassem. Tanto no caso dos combustíveis como no da energia, o que se vê são políticas que privilegiam o lucro em detrimento do uso de estatais como instrumentos de política econômica.

Além das bandeiras tarifárias, os ajustes anuais das distribuidoras também vieram acentuados. Entre os meses de junho e dezembro houve nove concessionárias que realizaram reajustes tarifários acima de 10%, sendo três acima de 16%.²⁹ Então, mesmo que houvesse expansão da oferta de energia de modo que não se demandassem novas bandeiras, os ajustes de energia elétrica seriam elevados. O fornecimento da energia elétrica é dividido da seguinte forma: i) energia hidráulica corresponde a 61,4%, eólica 8,8% e gás natural 8,3% (Ministério de Minas e Energia, 2021). A primeira que compõe a maior parcela da oferta das distribuidoras de energia elétrica é afetada indiretamente pela taxa de câmbio e por preços de *commodities*,

29 Dados retirados da Agência de Notícias do IBGE (Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/>).

pois estes são importantes fatores que impactam os índices de preços – IPCA ou IGPM – utilizados como componentes de ajustes da Parcela B, a qual representa os custos diretamente gerenciáveis pela distribuidora, tais como custos de capital, remuneração e depreciação de ativos e custos de operação e manutenção do sistema de distribuição (ANEEL).³⁰

Dentre os índices de preços, o IGPM é especialmente sensível às condições externas e possui pouca relação com os custos envolvidos no setor. Retomando os pontos elencados por Sicsú (2003), este tipo de pressão nos preços está relacionado com a inflação importada e os preços administrados, que devido a questões contratuais, repassa certos tipos de inflação importada, como nos casos de inflação de commodities e de instabilidades externas que afetem a taxa de câmbio.

A questão dos preços administrados, por sua vez, é um dos elementos que compõem a herança da inflação indexada no Brasil, como abordado na seção 1. Além dos preços administrados, como é o caso da energia elétrica, diversos outros contratos privados, como alugueis, também são afetados pelo IGPM. Outro aspecto problemático de indexação levantado por Oreiro e Paula (2021) que igualmente precisariam ser revistos é a indexação dos ativos financeiros, com destaque às LFT. A desindexação formal e informal da economia é, portanto, condição necessária para maior eficácia da política monetária.

Um ponto adicional relevante nos diferentes elementos para atuar no controle inflacionário elencados por Sicsú (2003) é a estrutural industrial. Os gargalos nas cadeias de produção global desde o início da pandemia, por exemplo, acabam afetando mais os países cujas cadeias produtivas têm grande dependência de bens importados. Não se defende que o país busque autossuficiência em todos os bens e sim que mantenha uma estrutura industrial e capacidade de inovação, que permitam responder de forma eficiente a diferentes demandas, como a de vacinas em uma pandemia. E que

30 Procedimentos de Regulação Tarifária - Proret. *Agência Nacional de Energia Elétrica*, 10 mar. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/aneel/pt-br/centrais-de-conteudos/procedimentos-regulatorios/proret>. Acesso em: jan. 2023.

o Estado tenha capacidade de mapear e agir de forma coordenada para evitar rupturas nas cadeias domésticas. A busca por maior resiliência nas cadeias produtivas, internalizando setores e revertendo cadeias globais de valor, o chamado *reshoring*, tem sido uma tendência mesmo antes da pandemia (UNCTAD, 2020).

Medidas discricionárias temporárias como isenções tributárias e taxação de exportações de bens essenciais também poderiam ser usadas em momentos de rápida elevação de preços, principalmente quando os mais pobres são os mais afetados. Em termos de isenção tributária, deve-se ter o cuidado para se implementar em casos que não haja melhor alternativa. No caso das isenções sobre combustíveis, por exemplo, a melhor alternativa seria a de alterar a política de preços da Petrobras, a exemplo do que passou a ser feito em 2023.

Uma outra forma de controle da inflação teria sido a intervenção para reduzir a forte depreciação cambial deflagrada com a pandemia (que foi de 27,1% entre fevereiro e maio de 2020). O país dispunha de expressivos estoques de reservas internacionais e poderia ter feito uso de swaps cambiais, instrumentos considerados *market-friendly*. A opção do BCB, no entanto, foi de intervir aquém de sua capacidade, principalmente quando se considera o volume proporcionalmente baixo de reservas utilizadas.³¹

Outro aspecto que poderia ser reviso é a possibilidade de adiar indefinidamente a internalização de recursos de exportação, pois isso faz com que haja uma divergência entre o saldo exportador e os efeitos sobre o câmbio (ou, entre câmbio contratado e “embarcado”), de forma que nem sempre um saldo comercial positivo se traduza em entrada efetiva de recursos e valorização cambial.

31 Embora o uso continuado de reservas não seja aconselhável, já que pode eventualmente levar ao seu esgotamento, o emprego mais acentuado em situações emergenciais, como claramente era o caso, poderia ser considerado. No caso brasileiro, o indicador de adequação de reservas elaborado pelo FMI (*Assessing Reserve Adequacy - ARA*) era de 1,47 em 2019, dentro do considerado seguro (entre 1 e 1,5) e subiu para 1,64 em 2020, o que reforça a ideia de que havia espaço para tal estratégia.

A maior estabilidade da taxa de câmbio passa também pela adoção de mecanismos de gestão de fluxos de capitais (que abrangem medidas macroprudenciais e controles de capitais). Entretanto, o uso de tais instrumentos em momentos de turbulência pode até mesmo acelerar os fluxos de saída, principalmente se os controles não forem bem desenhados. Essa estratégia não pode ser casuística, visando apenas a mitigação de crises, mas deve ser duradoura, pois teria o potencial de reduzir os “surtos” de entrada e saída de capital e, assim, dar mais estabilidade à taxa de câmbio ao longo do tempo e uma maior capacidade de intervenção pelo BCB. A menor instabilidade cambial deve ser uma prioridade, seu uso como instrumento anti-inflacionário, não. A manutenção de uma taxa sobrevalorizada tem efeitos perversos no médio e longo prazo e a defesa que se faz aqui de seu uso deve à falta de capacidade e/ou disposição de usar outros instrumentos.

Todos os elementos mencionados acima que seriam ferramentas essenciais para o controle inflacionário não excluem a importância da revisão do próprio RMI brasileiro. Um aspecto que poderia ser aprimorado seria trabalhar com um índice cheio (como o IPCA) e com diferentes núcleos dos índices de inflação, seguindo a estratégia do Federal Reserve (FED). Uma mudança importante advinda da reunião do Conselho Monetário Nacional de junho de 2023 foi a avaliação da meta de inflação a partir de período contínuo e não no ano calendário. De acordo com o ministro Fernando Haddad, na prática o prazo será de 24 meses, com o horizonte definido pelo Banco Central (Máximo, 2023). Por outro lado, não houve ampliação da margem em termos de piso e teto, aspecto que seria essencial para dar maior flexibilidade ao regime.

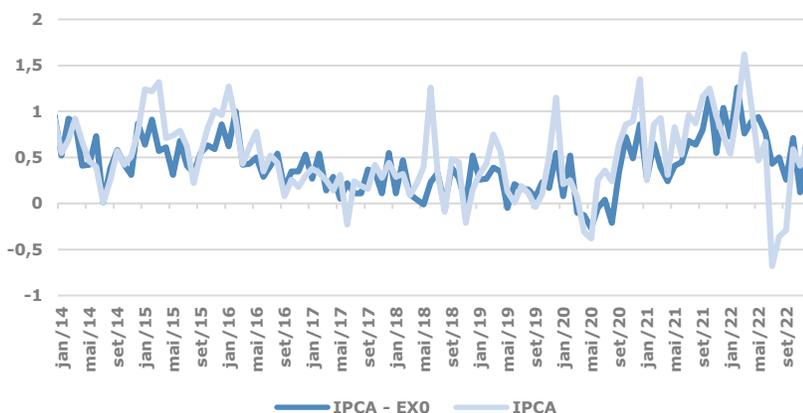
Um segundo aspecto seria uma ou mais medidas de núcleo de inflação. No caso do FED, se opta por um índice que exclui preços dos alimentos e energia. O BCB já observa seis núcleos inflacionários principais. Quatro deles se referem a índices que excluem os maiores percentis ou os preços que apresentam maior volatilidade. Já dois deles excluem grupos determinados.

32 Em 2015, o intervalo entre o piso e o teto foi reduzido de 2% para 1,5%, passando a valer a partir de 2017.

O IPCA-EX0 exclui os preços administrados e alimentos no domicílio. O IPCA-EX3 repete o anterior, mas excluindo um grupo maior de serviços e bens industriais. A importância de se trabalhar com núcleos, é que se foca em subgrupos sobre os quais de fato a política monetária teria mais efeito. Infelizmente, o BCB não adota um índice que exclui os combustíveis de modo amplo, apenas o EX3, que exclui o Etanol.

Fazendo uma análise comparativa entre o IPCA e o IPCA-EX0 (**Gráfico 6**), observa-se que entre 2004 e 2014 os índices eram semelhantes. A partir de 2015 o índice cheio passa a predominar tanto em termos de média quanto de apresentar todos os maiores repiques.

Gráfico 6 – Evolução do IPCA e IPCA-EX0; variação mensal em termos percentuais (01/2003-



12/2022)

Fonte: BCB, com dados originais do IBGE.

Entre 2020 e 2022, foco do artigo, observa-se que majoritariamente o índice cheio esteve acima do núcleo, sendo que os meses de maio de 2021 (0,54 p.p.) e março de 2022 (0,86 p.p.) registraram as maiores diferenças.

Como os preços dos combustíveis foram o principal fator para inflação de 2021, certamente essa diferença seria mais acentuada. A partir de junho de 2022, com a redução da alíquota do ICMS e isenção dos tributos federais, combinada com a queda no preço internacional do petróleo, o núcleo ficou bem abaixo do IPCA por alguns meses. Portanto, a adoção de um índice de preços que foque na capacidade de ação da autoridade monetária poderia ser um guia melhor para a tomada de decisão. Para compensar, esse núcleo poderia ter menores intervalos de tolerância, reduzindo para 1 p.p., por exemplo, além de manter o horizonte de 12 meses. Já o índice cheio não deveria ser negligenciado, mas sim sua maior aceleração ser combatida com participação do Estado como um todo, e não limitando-se à autoridade monetária. Assim, poderia se evitar o negligenciamento, como ocorreu com a inflação dos alimentos em 2020, ou altas excessivas na taxa de juros sem conter a causa da inflação, como ocorreu a partir de meados de 2021.

Outra discussão importante nesse aspecto é o próprio centro da meta. Em 2017, com o decreto n.9083, a definição da meta passou a ser feita para o ano calendário de três anos à frente, e não mais dois. Assim, em 2017 foram definidas as metas de 2019 e 2020 e ambas foram reduzidas (depois de 14 anos de estabilidade), para 4,25% e 4,0%, respectivamente. Nos anos seguintes, o processo continuou, com reduções sucessivas de 0,25 p.p. até se chegar aos 3% da meta de 2024 (e 2025). Tanto a redução da margem em 2015, como da meta a partir de 2017 podem ser entendidas como tentativas de ganhar credibilidade e, assim, reduzir a taxa neutra e permitir taxas de juros e inflação mais baixas. Metas mais baixas, no entanto, poderiam simplesmente levar a maiores taxas de juros ou descumprimento sistemático das metas, minando a credibilidade do banco central. Considerando que desde 1999 o IPCA só ficou abaixo de 4% em 2006, 2017 e 2018, que em 2021 e 2022 a inflação ficou acima do teto da meta e que em meados de 2023 as expectativas de inflação ainda não se encontravam ancoradas (*Boletim Focus*, 14 de agosto de 2023), pode-se dizer que prevaleceu o segundo caso.

As propostas tratadas aqui deixam claro que o combate à inflação não

deve ser função exclusiva do banco central, devendo envolver diferentes setores do governo. Sicsú (2003) vai além, afirmando ser essencial a harmonia entre governo, empresas e a classe trabalhadora:

Nesse processo, instrumentos específicos jurídicos, de política tributária, monetária, cambial, industrial e outros deveriam ser utilizados todos juntos para controlar a inflação. Não deveria ser somente uma instituição (o banco central) com a sua política (a monetária) a responsável pelo controle da inflação (Sicsú, 2003, p. 133. Grifos no original).

Considerações Finais

Desde a deflagração da pandemia, o Brasil vem experimentando altas localizadas e, mais recentemente, generalizada dos preços. A análise, para além dos índices “cheios”, mostra que inflação se originou e vem sendo reforçada por choques exógenos, podendo ser caracterizada como uma inflação de oferta. Neste artigo, buscou-se mostrar que o RMI na forma que é praticado no país é inadequado como política anti-inflacionária e que novos instrumentos devem ser buscados. De forma geral, as medidas expostas na seção 3, especialmente por seu caráter discricionário, vão de encontro à própria lógica RMI, um regime via regras. Na visão pós-keynesiana, o combate à inflação deve se dar pela identificação de suas principais causas e, a partir daí, pela adoção de medidas que ajam diretamente sobre elas. O que se defende aqui é que diante de uma inflação de oferta, como foi o caso brasileiro recente, o controle da inflação deve lançar mão de políticas de diferentes naturezas e da coordenação entre diferentes órgãos do governo. Ao agir de forma isolada e somente via taxa de juros, o banco central tem que usar uma dose excessiva de um remédio pouco eficiente e que compromete a saúde do paciente.

O abandono da política de estoques reguladores é ilustrativo de como o gradual desmonte dos mecanismos de intervenção estatal pode deixar o

governo de mãos atadas em períodos em que sua ação é imprescindível. Essa limitação de instrumentos, no entanto, não é algo “natural”, mas sim resultado de anos de desmonte deliberado dos instrumentos de ação do Estado, uma limitação autoimposta. Da mesma forma, a opção pela adoção da PPI na Petrobras não é uma condição necessária para o bom funcionamento do setor de combustíveis, mas sim uma escolha política de privilegiar a atuação do setor privado e a lucratividade dos acionistas da empresa. A solução passa, portanto, pela ampliação da atuação do Estado e por um banco central que aja de forma coordenada a outros órgãos e que seja independente não do interesse público, mas dos privados.

Vale notar que com as mudanças climáticas aumentam as chances de eventos extremos (secas, inundações, recordes de altas e baixas temperaturas etc.) que podem afetar preços de alimentos, energia elétrica e outros. Esses eventos extremos podem tornar ainda mais difícil o controle da inflação no futuro, pois tendem a gerar mais choques de oferta, queda de produtividade, deslocamento de culturas, entre outros problemas. A ação estatal, portanto, é condição necessária (embora insuficiente) para o enfrentamento da questão climática, mais um motivo pelo qual a ampliação e não a redução do papel do Estado tem que estar na ordem do dia.

Finalmente, durante boa parte de 2020, o quadro foi de queda de renda e taxas de inflação significativamente mais altas para as classes mais baixas e localizada em grupos sensíveis como o de alimentos. Diante disso, se guiar somente pela meta de inflação mostra uma insensibilidade injustificável, o urgente seria resguardar o poder de compra e a segurança alimentar das classes mais fragilizadas.

Referências

AGÊNCIA SENADO. Projeto para conter alta dos combustíveis deve entrar na pauta do Plenário em fevereiro. *Agência Senado*, 17 jan. 2022. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2022/01/17/projeto-para-conter-alta-dos-combustiveis-deve-entrar-na-pauta-do-plenario>. Acesso em: jan. 2023.

BARBOZA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 35, n. 1 (138), p. 133-155, jan.-mar. 2015.

BCB. *Relatório de Inflação*, v. 18, n. 4, dez. 2016.

BCB. *Relatório de Inflação*, v. 22, n. 2, jun. 2020a.

BCB. *Relatório de Inflação*, v. 22, n. 4, dez. 2020b.

BCB. *Relatório de Inflação*, v. 23, n. 1, mar. 2021a.

BCB. *Relatório de Inflação*, v. 23, n. 3, set. 2021b.

BCB. *Relatório de Inflação*, v. 24, n. 1, mar. 2022.

BCB. *Relatório de Inflação*, v. 25, n. 1, mar. 2023a.

BCB. *Relatório de Inflação*, v. 25, n. 2, jun. 2023b.

BRAGA, J. *Raiz unitária, histerese e inércia: a controvérsia sobre a NAIRU na economia norte americana nos anos 1990*. 2006. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

BRASIL. *Plano Safra 2014/2015*. Brasília: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, 2014.

BRASIL. *Plano Safra 2020/2021*. Brasília: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, 2020.

BRASIL. *Plano Safra 2023/2024*. Brasília: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, 2023.

- CARVALHO, F. J. C.; *et al.* *Economia monetária e financeira: teoria e política*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- DAVIDSON, P. Can, or should, a central bank inflation target? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 28, n. 4, p. 689-703, 2006.
- ERKUL, Nuran. OPEC's oil demand growth forecasts for 2021 remains unchanged. *AA Energy*, July 15th, 2021. Available: <https://www.aa.com.tr/en/energy/oil/opecs-oil-demand-growth-forecasts-for-2021-remains-unchanged-/33200>. Access: Jan. 2021.
- LAVOIE, M. *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham, UK; Northampton, USA: Edward Elgar, 2015.
- LAWLER, Alex; GHADDAR, Ahmad; ASTAKHOVA, Olesya. OPEC+ sticks to plan for gradual oil output hike, price roars higher. *Reuters*, Oct. 4th 2021. Available: <https://www.reuters.com/business/energy/opec-seen-keeping-oil-output-policy-unchanged-opec-sources-say-2021-10-04/>. Access: Jan. 2023.
- MÁXIMO, Welton. Meta de inflação passa a ser contínua a partir de 2025. *Agência Brasil*, 29 jun. 2023. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-06/meta-de-inflacao-passa-a-ser-continua-a-partir-de-2025>. Acesso em: 19 jan. 2023.
- MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA. *Resenha Energética Brasileira. Resultado de 2020*. Brasília, 9 jul. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/mme/pt-br/assuntos/noticias/ResenhaEnergicaExercicio2020final.pdf>. Acesso em: jan. 2023.
- MISHKIN, F. S. *What Should Central Banks Do?* St. Louis, MO: Homer Jones Memorial Lecture, Federal Reserve Bank of St. Louis, mar. 2000.
- MISHKIN, F. S. Monetary policy strategy: lessons from the crisis. *NBER Working Paper Series*, n. 16755, 2011.
- MODENESI, A. M. *Regimes Monetários: teoria e experiência do real*. Barueri, SP: Manole, 2005.
- MODENESI, A. D. M., MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-plano real: uma agenda de pesquisa. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 32, n. 3, p. 389-411, 2012.
- OREIRO, J. L. PAULA, L. F. *Macroeconomia da estagnação brasileira*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2021.

- PALMA, A. A.; FERREIRA, D. NAIRU, inflação e Curva de Phillips no Brasil: novas evidências a partir de m modelo tempo-variante. *Estudos Econômicos*, v. 47, n. 1, p. 39-63, 2017.
- PASSOS, N.; MODENESI, A. M. Do public banks reduce monetary policy power? Evidence from Brazil based on state dependent local projections (2000-2018). *International Review of Applied Economics*, v. 35, n. 3-4 - "Capitalism: an unsustainable future?", p. 502-519, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1837745>.
- PIMENTEL, D. M.; LUPORINI, V.; MODENESI, A. M. Assimetrias no repasse cambial para a inflação: uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013). *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 46, n. 2, p. 343-372, 2016.
- SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 30, n. 1, 2010.
- SICSÚ, J. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Análise Econômica*, v. 21, n. 30, 2003.
- STOCKHAMMER, E. Is the NAIRU theory a monetarist, New Keynesian, Post-Keynesian or Marxist theory? *Metroeconomica*, v. 59, n. 3, p. 479-510, July 2008.
- UNCTAD. *World Investment Report 2020. International Production Beyond the Pandemic*. New York: United Nations, 2020.
- VASCONCELLOS, Hygino. Por que o Brasil importa combustíveis se é autossuficiente em petróleo? *Uol*, 17 abr. 2021. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/04/17/por-que-o-brasil-importa-combustiveis-se-e-autossuficiente-em-petroleo.htm>. Acesso em: jan. 2023.