

A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E SEUS EFEITOS EM DIFERENTES REGIMES DE METAS DE INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE PARA AS ECONOMIAS DO BRASIL E URUGUAI

ADRIELI SILVA PIMENTEL

Graduada em Ciências Econômicas pelas Faculdades Metropolitanas Unidas

E-mail: drispimentel@gmail.com

DOUGLAS ALCANTARA ALENCAR

Doutorando em Economia pelo Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR)/UFMG. Pesquisador associado do Departamento de Economia – UNESP

Araraquara e Professor Assistente Licenciado das Faculdades Metropolitanas Unidas

E-mail: dougsky@gmail.com

FERNANDO HENRIQUE TAQUES

Mestre em Economia pelo PEPEP-PUC/SP e Professor das Faculdades Metropolitanas Unidas

E-mail: fernandohtaques@gmail.com

MARCELO BALLOTI MONTEIRO

Mestre em Economia pelo PEPEP-PUC/SP e Professor das Faculdades Metropolitanas Unidas

E-mail: marorestes@hotmail.com

ÁREA TEMÁTICA: 2. FINANÇAS E ECONOMIA DO SETOR PÚBLICO

Resumo: Diante da crise financeira instalada nas economias dos Estados Unidos e dos países europeus, a partir de 2008, coube aos países da América Latina, a adoção de estratégias, em nível macroeconômico, que contivessem possíveis efeitos dessa crise em suas economias. Nesse esforço, Brasil e Uruguai lançaram mão de instrumentos de políticas monetárias e cambiais dado o entendimento particular da magnitude da crise em questão sobre suas econômicas. Nessa perspectiva, o objetivo central dessa pesquisa é analisar quais foram as medidas adotadas por esses dois países, a saber Brasil e Uruguai, diante da crise econômica vigente, levando em consideração o sistema de metas de inflação adotado por ambos e quais foram os desempenhos econômicos obtidos posteriormente medidos sob as variáveis produto interno bruto, inflação, taxa de juros e taxa de câmbio. A análise comparativa busca compreender se as estratégias dos países convergiram ou não dadas as especificidades econômicas de cada país.

Palavras-chave: crise financeira; economia Brasileira, economia Uruguia

Classificação JEL: G01, N1

INTRODUÇÃO

A problemática inflacionária é algo estudado por todas as principais correntes de pensamento econômico. Entre o período do final da Segunda Guerra Mundial e o primeiro choque do petróleo (1971), conhecido como Grande Moderação, o tema ficou de certo modo esquecido dado o relativo controle dos níveis de preços que prevaleceu no período.

A década de 1970 marcou o retorno de elevação de preços em termos generalizados por todo o mundo desenvolvido e reativou as preocupações destes países em entender o processo inflacionário e como combatê-lo. Estudos e pesquisas começaram a questionar as proposições monetaristas com relação à inflação e novas teorias começaram a entrar em vigor.

Os economistas conhecidos como novos clássicos, adeptos da teoria das expectativas racionais, avançaram na questão de inflação com proposições à cerca do que ficou conhecido como Regime de Metas de Inflação (RMI). Este regime ficou pautado na escolha de uma meta pontual de inflação (âncora monetária) com ou sem uma banda de flutuação aonde o nível de preços poderia flutuar; para a execução deste modelo, os Bancos Centrais deveriam ser independentes do regime político como forma de conseguirem atingir seus objetivos monetários.

As posições discordantes sobre a inflação estão diretamente ligadas ao papel da moeda na economia e a percepção de como esta afeta as decisões dos agentes. Sem uma percepção clara das distintas funções e atribuições da moeda no sistema econômico, não é possível estabelecer os limites e as políticas para tentar dirimir os problemas monetários da economia.

A neutralidade da moeda no longo prazo, proposição que é base da teoria novo clássica e a não neutralidade da moeda que está no cerne da economia keynesiana é um ponto conflitante entre duas das principais escolas do pensamento econômico e o debate monetário sobre isto é de suma importância para a compreensão e a efetividade do Regime de Metas de Inflação.

Independente da crença ideológica sobre o tema, o RMI foi implementado no Brasil em 1999 após a débacle cambial que o país sofreu logo após a moratória da Rússia. Para tentar minimizar a perda temporária de confiança na economia nacional, o Banco Central do Brasil (BCB) adotou o Regime de Metas de Inflação. Não obstante, a economia Uruguaí seguiu caminho similar após a crise financeira de 2002 adotando, mesmo que no primeiro momento de forma não explícita, um regime baseado no controle de agregados monetários como forma de reduzir os efeitos da inflação.

Após a adoção do controle sobre os níveis de preços, tanto Brasil quanto Uruguaí se viram diante de um novo cenário dado pela crise financeira internacional originária da

economia americana. Dada a magnitude dos EUA os efeitos da crise geraram não apenas reflexos na economia desse país, mas também sobre o continente europeu e demais países, inclusive os países da América Latina.

Nesse sentido, o objetivo dessa pesquisa é compreender qual o desempenho das economias do Brasil e do Uruguai em um período pré-crise econômica internacional, uma vez que já haviam sido adotados controles sobre os níveis de preços, e a conduta mediante tal crise que distribui efeitos sobre as economias do mundo.

Assim, o artigo está estruturado em quatro seções, além da introdução e da conclusão. O primeiro levanta o debate teórico sobre metas de inflação sob a perspectiva de algumas escolas de pensamento. A segunda parte trata da origem crise financeira internacional e eventuais efeitos de contágio sobre as economias. A terceira seção aborda os desempenhos das economias do Brasil e do Uruguai anteriormente à crise internacional de 2007. Por fim, a última parte contempla uma análise comparativa das economias desses dois países após a eclosão da crise americana.

1. METAS DE INFLAÇÃO

A estabilidade dos preços e sua manutenção no longo prazo é a principal preocupação dos bancos centrais, pois assim criam condições favoráveis para o crescimento da economia. A justificativa dessa preocupação tem como base o elevado custo social de um processo inflacionário crônico, processo esse caracterizado por aumento da incerteza sobre as condições futuras e sobre os resultados das atividades empresariais, o estímulo ao imposto inflacionário, as distorções na estrutura de impostos e na alocação de recursos com incentivo às aplicações financeiras em detrimento dos investimentos em atividades produtivas (OREIRO, 2008, p. 8).

Crise financeira que posteriormente, na década de 90 países da América Latina e Ásia oriental vieram a enfrentar ao optarem por programas de estabilização baseado em âncora cambial. Países emergentes deflagram-se em profundas crises financeiras e foram obrigados a buscar alternativas de âncora nominal (MENDONÇA, 2002, pg.103).

Nesse novo regime, suas características se baseiam no anúncio público, feito pelas autoridades monetárias, de uma meta de expansão a ser buscada para um determinado agregado monetário, sendo que não há dominância fiscal, e o regime de taxa de câmbio é flutuante (MENDONÇA, 2002, pg.103).

1.1 A perspectiva Novo-clássica

Nesse regime de metas, o Banco Central utiliza instrumentos da Política Monetária para o alcance da meta estabelecida, dando assim uma previsibilidade à economia de modo a evitar o problema da falta de transparência que gera um consequente aumento de incertezas sobre o futuro e a possibilidade de comportamento discricionário das autoridades monetárias, que prejudica a formulação de expectativas por parte dos agentes (OREIRO, 2008, p. 200).

Os pressupostos básicos, inerentes à adoção do sistema de metas de inflação, são:

- a) O único objetivo da Política Monetária é a convergência da inflação à meta (STUDART *et al*, 2000);
- b) O reconhecimento da neutralidade da moeda no longo prazo (DEBELLE, *et al*, 1995);
- c) Aceitação da Curva de Phillips no longo prazo proposta por Friedman e Phelps, a qual afirma que não há *trade-off* entre inflação e nível de atividade (DERZODI, 2004).

Essa teoria é fundamentada em quatro pilares: a) equilíbrio contínuo de mercado, com salários e preços reais flexíveis; b) neutralidade da moeda; c) hipótese de expectativas racionais; e d) existência de viés inflacionário na política econômica que gera inconsistência temporal (FREITAS, 2009, p. 14).

Os agentes racionais não estão sujeitos à ilusão monetária. Confundem-se, pois sabem o que sugere a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que maior oferta monetária provoca inflação.

Nós aceitamos a hipótese da teoria quantitativa, e a julgamos confirmada pela evidência que examinamos de que variações na quantidade de moeda em si, no longo prazo, têm um efeito negligível sobre a renda real, de modo que forças não monetaristas são “tudo o que importa” para variações da renda real através das décadas, “não importando” a moeda. (FRIEDMAN, 1973, p. 82).

Sendo assim, não apoiam a atuação do governo, pois não devem utilizar a política monetária de forma discricionária, devem utilizar políticas baseadas em regras claras e preestabelecidas, evitando um ambiente de incertezas em relação ao comportamento do governo. Sugerem assim que o banco central tenha atuação independente para executar a política monetária (FREITAS, 2008, p. 8).

1.1.2 A perspectiva Keynesiana

O traço que diverge desse pensamento está na teoria Keynesiana que relata a discordância da neutralidade da moeda.

A política monetária exerce impactos reais e duradouros visto que a moeda não limita-se apenas a um mero meio de pagamentos, ela é tida como uma forma de riqueza. A não neutralidade da moeda é colocada em um aspecto mais amplo que a liquidez, ela é um atributo essencial dos ativos (KEYNES, 1971, p. 50).

Dessa forma torna-se um excelente atributo quanto às incertezas do futuro. Sendo ela uma forma de riqueza com características próprias, sua retenção deve se dar à custa do espaço

ocupado por outras formas de riqueza. Assim para Keynes a neutralidade da moeda se define não como meio de pagamento e sim como uma reserva de valor (KEYNES, 2009, p. 186).

O regime de metas de inflação apresenta cinco elementos básicos:

O anúncio público de uma meta numérica para inflação no médio prazo; Um compromisso institucional com a estabilidade do preço como objetivo primordial da política monetária, sendo os demais objetivos subordinados; informações, inclusive estratégicas, sobre várias variáveis e não apenas sobre agregados monetários e a taxa de câmbio, que são empregadas para determinar a utilização dos instrumentos de política; Maior transparência na estratégia da política monetária, através da comunicação com o público e o mercado, esclarecendo planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias; Ampliação da “responsabilidade” do banco central no que respeita o atingimento da meta de inflação estabelecida (MISHKIN, 2001, p. 1).

A utilização do regime de metas tem como propósito manter a inflação sob controle na execução da política monetária, traduzindo-se em um arcabouço que amenize ou restrinja o grau de discricionários da autoridade monetária (HOLLAND, 1999, p. 38).

Para que a autoridade monetária consiga influenciar as expectativas de inflação, sua atuação deve ser por meio de políticas críveis. O controle da meta é tido basicamente pela manipulação da taxa básica de juros com intuito de fazer com que tanto a inflação efetiva quanto as expectativas de inflação converjam novamente para meta¹ (SOBREIRA, 2009, p. 74).

Teoricamente a estabilidade de preços não despreza outras variáveis como, por exemplo, taxa de câmbio, produto e emprego, assumindo o não efeito a curto prazo (FREITAS, 2009, p. 10).

Quanto mais a política monetária tiver um formato e uma gestão ortodoxa e/ou uma orientação básica de privilegiar o controle da inflação em relação às outras variáveis macroeconômicas, mais adversas serão suas consequências para a estabilidade econômica (LIMA, 2006, p. 30).

Esse regime de metas inflacionárias tem sido vista no mundo como uma fuga dos problemas que envolvem a condução da política monetária, problema principal como a “insistência” de bancos centrais de tentar apropriar-se de *trade-off* entre inflação e desemprego. Nesse caso, a teoria convencional já estabelece que tais tentativas não são viáveis para levar o nível de equilíbrio de produto e emprego ao longo prazo (OREIRO *et al*, 2009, p. 98).

Tais argumentos remetem que o sistema econômico é inerentemente estável, as forças do mercado, se deixada a sua conta e risco, são capazes de levar a economia em pleno emprego ao longo prazo, traduzindo a doutrina de *laissez-faire* criticada por (KEYNES, 1971):

¹ O Banco Central pode agir no controle da inflação, mas cada ação sob essa meta possui o custo de também reduzir o nível de equilíbrio da economia real. O regime de metas de inflação não é considerado uma política macroeconômica autônoma, pois devem ser observados os custos e efeitos adversos sobre o produto e o emprego na busca de uma inflação baixa (FREITAS, 2009, p. 15).

A moeda tem um papel e afeta os motivos de decisões, sendo, em suma, um dos fatores operativos na situação, de modo que o curso dos eventos não pode ser previsto, seja no logo período, ou seja no curto, sem um reconhecimento do comportamento da moeda no primeiro estado e no último (KEYNES, 1971, p. 408-409).

Ao contrário dos clássicos, Keynes, e também os pós-keynesianos, explicam a instabilidade por flutuações na eficiência marginal do capital (investimentos), sendo este o protagonista para determinar os níveis de produção e emprego na economia, variáveis essas de fundamental importância, para compreender teoricamente o processo inflacionário. Sendo que para entender a dinâmica e as políticas de combate, é preciso também analisar esferas micro e macroeconômica no estudo do sistema de metas de inflação (FARHI, 2007, p. 50).

Nesse sentido, o rumo da política monetária em geral e da política monetária em Keynes e pós-keynesianos não são imutáveis, baseando-se que as expectativas dos agentes não se comportam dessa forma como observa (CARVALHOS, 1994, p. 53). “O mero reconhecimento da incerteza é suficiente para que se conclua pela impossibilidade de traçar *a priori* regras de validade geral para a conduta das autoridades tanto quanto para qualquer agente privado” (SOBREIRA, 2009, p. 100). Keynes e os pós-keynesianos defendem a utilização da política monetária coordenada com outras características:

A política monetária é elemento das políticas do governo desenhadas com o objetivo de estabilizar a economia, entendendo estabilizar como a manutenção simultâneas dos grandes equilíbrios macroeconômicos, com pleno emprego, orçamentos públicos e balanço de pagamentos equilibrados e controle de pressões inflacionárias. A estabilidade resultando do ataque simultâneo nas diversas frentes, através de políticas coordenadas. Isso significa que a política monetária não é independente nem subordinada às outras políticas em geral, ou à fiscal em particular (CARVALHOS, 1994, p. 54).

Minsky (1975) em seu estudo mostra que a instabilidade inerente às economias capitalistas possui dimensões financeiras, representada por investidores e banqueiros. Reforçando que a política de regras não são capazes de sustentar o emprego, podendo até levar a exacerbação de crises, se as autoridades monetárias insistirem na obediência à regra. (SOBREIRA *et al*, 2009, p. 102).

A política monetária no regime de metas de inflação é discricionária sob o argumento de que a manipulação da política monetária é livre desde que seja comprometida com a convergência da inflação para a sua meta, ou seja, “a discricção é permitida para responder sensivelmente a choques não antecipados” (ARESTIS e SAWYER, 2003, p. 6). Verifica-se, então, que difere das regras dos outros regimes monetários clássicos, contribuindo para a manutenção da credibilidade das autoridades monetárias.

O regime de metas de inflação é parcialmente compatível segundo aos parâmetros pós-keynesianos, tendo em vista que o produto e o emprego não norteiam a um equilíbrio único

determinado pela oferta e que não existe uma curva de Phillips vertical (SOBREIRA *et al*, 2009, p. 74).

Dentro da teoria pós-keynesiana existem sete tipos de inflação em função de suas causas específicas, a saber: a) inflação de salários; b) inflação de lucros; c) inflação de rendimentos decrescentes; d) inflação importada; e) choques inflacionários; f) inflação de impostos; e g) inflação de demanda.

Em síntese, de acordo com a ótica pós-keynesiana, o conflito distributivo aparece sempre como o fator desencadeante da elevação nos preços. O crescimento puxado pela demanda pode afetar diretamente a quantidade e produtividade dos recursos trabalhistas. A expansão da demanda influencia tanto o tamanho quanto a alocação da força de trabalho, através de sua influência sobre os padrões de migração entre regiões e entre setores da economia.

A alternativa que mais tem a ver com o pensamento pós-keynesiano é a adoção de um modelo da política monetária que mantenha a taxa de juros baixa, utilizando outros instrumentos que confronte as oscilações de preço e no produto, evitando os elevados custos reais da política convencional e os distúrbios do sistema, estimulado pela constante manipulação da taxa de juros (ARAUJO, 2007, p. 23).

2. INFLAÇÃO NO BRASIL E URUGUAI: UMA ANÁLISE PRÉ-CRISE

2.1 Adoção do Sistema de Metas de Inflação no Brasil

A crise cambial do Brasil no ano de 1999 foi um marco que trouxe mudanças na dinâmica de atuação da política cambial e monetária, a partir da adoção do regime de câmbio flutuante e adoção do regime de metas inflacionárias. As perdas de reservas, fez com que, o governo a adotasse a flutuação cambial, assim o câmbio passa ser determinado pelo mercado, passando a flutuar de acordo com a oferta e demanda de divisas. Trazendo como resultado, uma rápida e significativa desvalorização de aproximadamente 66% (MISSIO, 2008, p. 22).

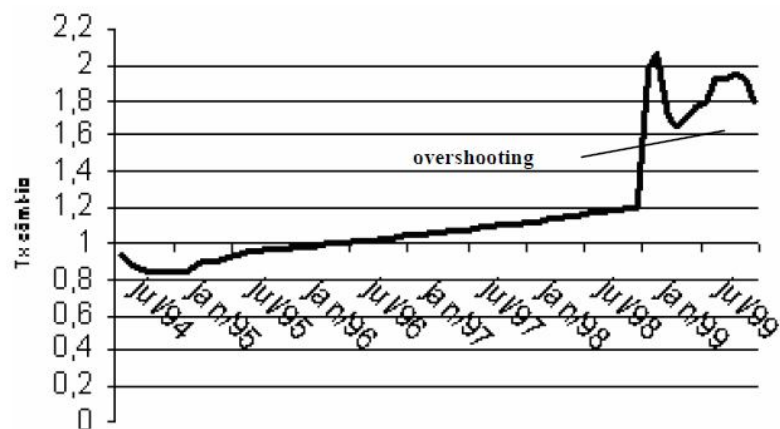


Gráfico 1 - Taxa de câmbio nominal Brasil (R\$/US\$)

Fonte: MISSIO (2008)- SISBACEN - PTX800

Anteriormente buscava-se o controle do nível de preços através da sobrevalorização cambial. Assim cabe ressaltar que com a adoção do regime de câmbio flutuante, tal medida não é mais possível, transferindo para a política monetária a função de estabilização do nível de preços (AIDAR, 2006, p. 4). Em junho de 1999, o então presidente do Banco Central do Brasil Armínio Fraga, em conjunto com o Ministro da Fazenda Pedro Malan, adotaram no país o sistema de metas de inflação (*inflation targeting*) para que a política monetária voltasse a ser referenciada (THÁ, 2008, p. 67)

O principal objetivo era fazer com as expectativas negativas em relação à recém conquistada estabilidade monetária, fosse amenizada. Sua implementação veio como um choque de credibilidade, pois atestava perante a lei a responsabilidade do Banco Central para com os níveis de preços. O Conselho Monetário Nacional (CMN) era a instância responsável pela indexação da meta que reúne o Ministério da Fazenda e o Planejamento, além do Presidente do Banco Central (OLIVEIRA, 2005, p. 202). Em 30 de junho de 1999 o CMN escolheu o índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), para ser o balizador oficial do sistema de metas. Essa escolha respeitava a restrição feita pelo decreto da lei que exigia a escolha de um índice amplamente conhecido (THÁ, 2008, pg. 67)

No esquema abaixo o principal instrumento utilizado para transmissão da política monetária no sistema de metas é a taxa de juros, porque sua influência sobre o nível de preços se dá através da influência dos juros na demanda.

Esquema de mecanismo de transmissão da política monetária:

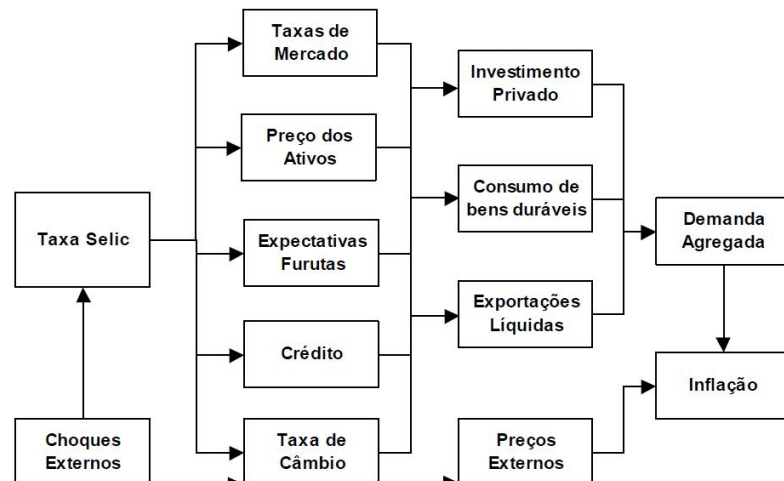


Figura 1 - Esquema de mecanismo de transmissão da política monetária

Fonte: Missio (2008)

O COPOM possui a função de definir as diretrizes da política monetária e a taxa básica de juros do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) do país, com objetivo de manter a inflação sob controle através das mudanças da taxa básica de juros.

2.2 Desempenho da Economia Brasileira Pré-crise Internacional sob o Sistema de Metas de Inflação

A análise do desempenho do regime de metas de inflação no Brasil passa pelo entendimento de outras relações econômicas envolvidas quanto ao entendimento do desempenho econômico do país.

Tabela 1 – Série Histórica IPCA (1999 – 2006)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
JAN	0,70	0,62	0,57	0,52	2,25	0,76	0,58	0,59
FEV	1,05	0,13	0,46	0,36	1,57	0,61	0,59	0,41
MAR	1,10	0,22	0,38	0,60	1,23	0,47	0,61	0,43
ABR	0,56	0,42	0,58	0,80	0,97	0,37	0,87	0,21
MAI	0,30	0,01	0,41	0,21	0,61	0,51	0,49	0,10
JUN	0,19	0,23	0,52	0,42	-0,15	0,71	-0,02	-0,21
JUL	1,09	1,61	1,33	1,19	0,20	0,91	0,25	0,19
AGO	0,56	1,31	0,70	0,65	0,34	0,69	0,17	0,05
SET	0,31	0,23	0,28	0,72	0,78	0,33	0,35	0,21
OUT	1,19	0,14	0,83	1,31	0,29	0,44	0,75	0,33
NOV	0,95	0,32	0,71	3,02	0,34	0,69	0,55	0,31
DEZ	0,60	0,59	0,65	2,10	0,52	0,86	0,36	0,48
NO ANO	8,94	5,97	7,67	12,53	9,30	7,60	5,69	3,14
MÉDIA	0,72	0,49	0,62	0,99	0,75	0,61	0,46	0,26

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IBGE

O ano de 2000 apresentou indícios de recuperação, visto que o cenário apresentava estabilidade do câmbio ao longo do ano e a ausência dos choques externos, sejam eles advindos de outros países emergentes ou do aumento dos preços das *commodities* importadas, como o petróleo e o trigo (MISSIO, 2008, p. 26).

O final do ano de 2000 apresentava dois resultados positivos no controle da inflação, visto que nos anos de 1999 e 2000 o objetivo foi atingido, a inflação ficou dentro da meta estabelecida.

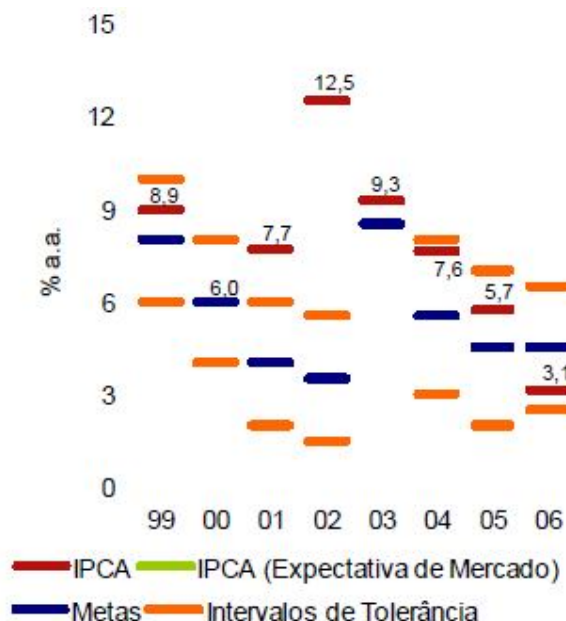


Gráfico 2 - Metas para a Inflação, Intervalos de Tolerância, Mediana das Expectativas de Mercado e IPCA Efetivo (IPCA/ IBGE - variação acumulada em 12 meses)

Fonte: Banco Central do Brasil

Porém o que se viu na análise dos anos subsequentes, mais precisamente nos próximos três anos, foi uma sequência de fracassos na busca de estabilização de preços, colocando em cheque a política monetária adotada no país (MEOTTI, 2009, p. 53). A crise da Argentina afetou diretamente a economia brasileira visto que esse país era membro do Mercado Comum do Sul (MERCOSUL) que viabilizava o livre comércio a países membros sem tarifas comerciais. A Argentina, nessa época, era o principal país exportador para o Brasil. Porém no mês de junho o Conselho Monetário Nacional abandonou a meta estabelecida para aquele ano, passando a seguir a meta do ano de 2003 que foi elevada para 4,0% passando a ter um intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais (MEOTTI, 2009, p. 56). O Banco Central em janeiro de 2003 propôs em carta aberta ao ministro da fazenda, uma elevação da meta para o IPCA, fixando em 8,5%. O governo se comprometia na reafirmação na condução da política monetária, além da manutenção da responsabilidade fiscal e para firmar tal compromisso, o

governo aplicou na economia um choque de credibilidade (MISSIO, 2008, p. 35). Já em 2004, o IPCA foi de 7,60%, valor abaixo do limite superior de 8,00%, valor de 9,00% verificado em 2003. Os preços livres registraram variação de 6,55%, em 2004, contra 7,79%, em 2003, ao mesmo tempo em que a variação dos preços monitorados reduziu-se para 10,19%, em 2004, de 13,20% no ano anterior (MEOTTI, 2009, p. 59).

Segundo o relatório de inflação divulgado pelo Bacen, em março de 2005, esse resultado refletiu a recuperação da demanda interna, decorrente da evolução favorável dos fundamentos econômicos, que estimulou investimentos, das melhores condições de crédito e da ampliação gradual da renda, além do crescimento da demanda externa (MEOTTI, 2009, p. 62).

Passando a discutir a questão da taxa de câmbio, a cotação da PTAX800², em 1999, iniciou o ano em R\$ 1,80 por US\$ 1,00, com uma tendência de queda até o mês de março, quando fechou o mês em R\$ 1,75. Perante a isso, iniciou-se um movimento moderado de alta, fechando o ano em R\$ 1,96 por US\$ 1,00 (MEOTTI, 2009, p. 52).

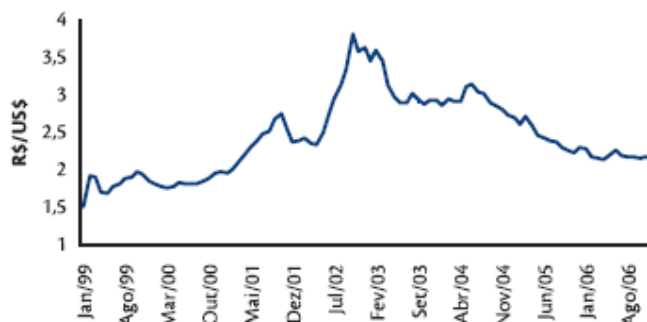


Gráfico 3 – Taxa de Câmbio no Brasil (1999 – 2006)

Fonte: Figueiredo e Gouvea (2011)

Tal resultado de leve estabilização ocorreu em detrimento de um cenário de confiança do país que trouxe como consequência a entrada de dólar no país e a atuação do Banco Central na compra de moedas para recompor reservas a fim de evitar a depreciação do real.

Importante notar que a taxa de câmbio até 2003 sofre uma desvalorização, contudo a partir de 2003, pós processo eleitoral, e com o aumento dos preços internacionais das commodities, a taxa de câmbio sofre uma grande valorização. Saindo de algo próximo a 3,5 em 2003, e chegando próximo a 2 R\$/US\$ em 2006.

Em relação a taxa de juros, a situação, em 2000, abriu espaço para uma flexibilização na política monetária, pois a Taxa Selic (taxa referencial de juros que é definida pelo Banco

²Conforme dicionário de finanças do Bovespa, Ptax= Taxa média ponderada dos negócios realizados no mercado interbancário de câmbio com liquidação em dois dias úteis, calculada pelo Banco Central do Brasil

Central em reuniões periódicas) teve um comportamento descendente durante todo o ano, fechando com 15,8% (a.a.). O IPCA acumulou alta de quase 6%, pouco abaixo do centro da meta definida para o período (MEOTTI, 2009, p. 52).

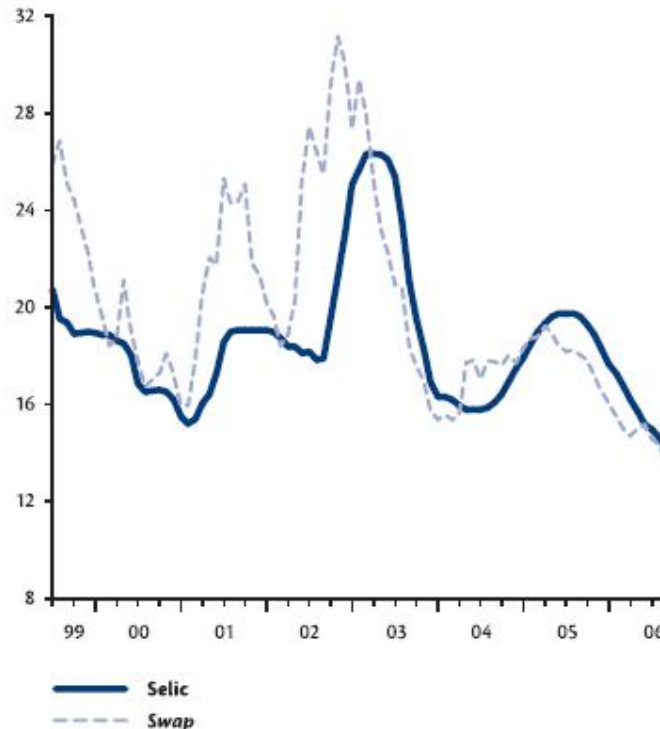


Gráfico 4 – Taxa de Juros (SELIC) e swap pré-DI 360 dias (1999 – 2006)

Fonte: Minella e Soiza-Sobrinho (2011)

Assim o CMN manteve, em 2002, a meta da taxa selic em 18% com inflação acima de 6% em 2002, porém com uma inflação projetada para o ano seguinte abaixo de 4,0%. Contudo a expectativa do Copom em relação à trajetória da inflação, mais uma vez não se concretizou (MEOTTI, 2009, p. 57).

Dado o processo de aceleração da inflação, foi estabelecido, no final do ano de 2002 e começo do ano de 2003, o aumento das taxas de juros. No entanto, a partir de maio de 2003 atingiu uma ápice de 16,0%, a partir daí entrou em uma trajetória descendente finalizando o ano em 9,0%, o que justifica a queda de juros antes do mês de junho, quando se iniciou efetivamente o processo de redução de juros da política monetária (MEOTTI, 2009, p. 59).

Em seguida, o Bacen começou uma política de redução na taxa básica de juros até o mês de agosto de 2004, quando atingiu a cotação mínima do ano, em 15,8%. Diante da atuação dos índices de preços, que começaram a apresentar sinais de elevação, a autoridade monetária começou um ciclo de elevação na taxa básica, que teve como resultado uma elevação na taxa media Selic, que fechou o ano na cotação máxima de 17,2 %. A Selic, em

2005, se manteve acima de 19% praticamente durante todo o ano de 2005. Em janeiro em 17,7% e no final do primeiro semestre já estava em torno de 19,8%. A decisão foi tomada tendo em vista que o resultado do IPCA, que acumulava alta de 3,1% em maio (MEOTTI, 2009, p. 59-60).

3.2.4 Produto Interno Bruto, Nível de Atividade e Balança Comercial

Além dos fatores citados, a recuperação da economia entre 1999 e 2000 se deu também pela retomada do controle da situação monetária. Fato esse que fez com que os empresários conseguissem se planejar e investir em suas empresas, fazendo com que os consumidores refizessem seus planos de consumo, principalmente de bens duráveis (THÁ, 2004, p. 82). Com isso, a retomada de confiança dos agentes econômicos, fez impulsionar a taxa de crescimento do PIB, ficando em torno de aproximadamente 4,3% (THÁ, 2004, p. 82).

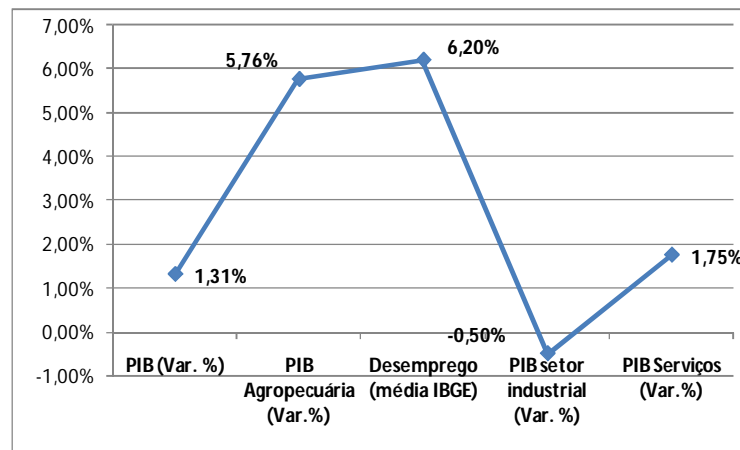


Gráfico 5 - Variação do Produto inclusive por setor e Taxa de Desemprego (2001)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IBGE

Em 2001, a crise de energia elétrica se deu pela grande dependência por usinas hidrelétricas, aliada à falta de chuva nos anos procedentes, trazendo a queda dos reservatórios das empresas, forçando assim o governo a decretar um racionamento de energia (THÁ, 2004, p. 85). Esse fato trouxe grande impacto sobre a indústria nacional, abalando negativamente o crescimento do PIB.

Em 2002, puxado principalmente pela agropecuária o PIB variou positivamente em 2,7%. Mesmo com o crescimento maior do que o apresentado no ano de 2001 (1,3%), o produto interno manteve-se aquém do seu hiato (THÁ, 2004, p. 90).

No ano de 2002, o desempenho ainda discreto do PIB recaía única e exclusivamente sobre a aplicação da política monetária restritiva durante todo o primeiro semestre, acabando por comprometer o crescimento do ano inteiro.

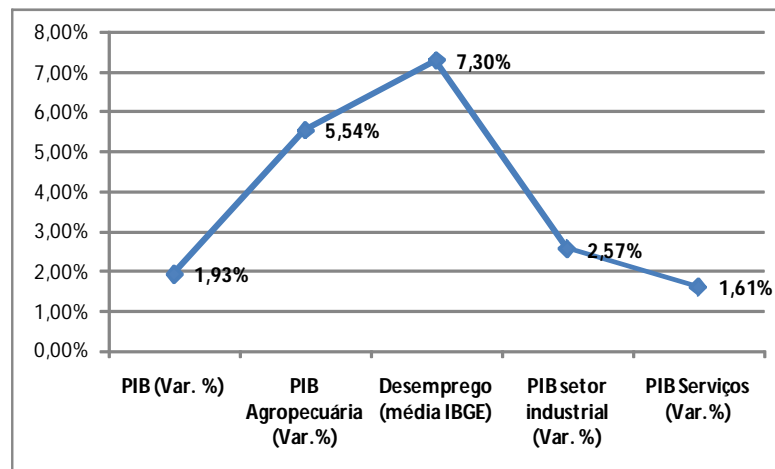


Gráfico 6 - Variação do Produto inclusive por setor e Taxa de Desemprego (2002)

Fonte: IBGE

Em 2003, mesmo com o nível de inflação em 9,3% no ano, o resultado do produto foi discreto. O ótimo desempenho da balança comercial que trouxe capitais líquidos de US\$ 24,82 bilhões foi responsável pela menos acentuada do produto. O PIB da indústria variou negativamente em 0,96%, o setor agroindustrial cresceu 4,99% (THÁ, 2004, p. 95).

Tabela 2 – Produto Interno Bruto (1999 – 2006)

Período	Preços correntes em R\$	Em milhões de R\$ do último ano	Variação percentual real	População em mil	Per capita		
					Preços correntes R\$	Em R\$ do último ano	Variação percentual real
1999	1 065 000 000 000,00	2 855 779,96	0,3	168 754	6 310,98	16 922,78	-1,2
2000	1 179 482 001 000,00	2 978 755,17	4,3	171 280	6 886,28	17 391,16	2,8
2001	1 302 135 998 000,00	3 017 869,77	1,3	173 808	7 491,81	17 363,24	-0,2
2002	1 477 822 004 000,00	3 098 087,59	2,7	176 304	8 382,24	17 572,43	1,2
2003	1 699 947 998 000,00	3 133 610,87	1,1	178 741	9 510,66	17 531,53	-0,2
2004	1 941 497 999 000,00	3 312 611,90	5,7	181 106	10 720,25	18 291,05	4,3
2005	2 147 238 999 000,00	3 417 279,63	3,2	183 383	11 709,03	18 634,64	1,9
2006	2 369 484 000 000,00	3 552 502,58	4,0	185 564	12 769,08	19 144,33	2,7

Fonte: Banco Central do Brasil

No mesmo período, China cresceu o seu em 9,1%, a Argentina em 8,4%, a Rússia em 7,3%, a Malásia em 5,2%, a Austrália em 4%, os EUA em 3,1% e o México em 1,3%. O desempenho foi ainda pior ou tão ruim quanto o das principais economias da Região do Euro, terrivelmente atingidas pela valorização de sua moeda ocorrida ao longo do ano, da ordem de 19,7% e seus efeitos no comércio internacional da região (THÁ, 2004, p. 95).

O saldo da balança comercial atingiu US\$ 44,8 bilhões, com as exportações atingindo US\$ 118,3 bilhões, crescimento de 22,6% sobre o ano anterior. As importações chegaram a US\$ 73,5 bilhões, crescimento de 17,1%, sobre o ano de 2004. O *superávit* em transações correntes foi de US\$ 14,2 bilhões, representado por 1,79% do PIB (MEOTTI, 2009, p. 60).

Tabela 1 - Saldo da Balança Comercial Brasileira

Balança Comercial	2004		2005	
	Dezembro	Jan- Dez	Dezembro	Jan- Dez
Exportação	9.919.239	97.204.775	10.911.399	121.203.306
Importação	5.684.160	62.815.073	6.550.690	73.536.228
Saldo	4.235.079	34.389.702	4.360.709	47.667.078

Nota: Valores expressos em US\$ 1.000 FOB

Fonte: Receita Federal

Cabe mencionar que dessa maneira, a balança comercial brasileira continua a financiar o *déficit* brasileiro nas transações com o restante do mundo, conta essa que engloba todos os envios de dinheiro de juros, dividendos, *royalties*, entre outros, para o exterior. Com isso o ano de 2005 foi considerado um ano de superações e crescimento, visto que o real manteve-se no ritmo de valorização com taxa de câmbio de R\$ 2,62 no início do ano, encerrando o período em R\$ 2,34 (MEOTTI, 2009, p. 60). A taxa do PIB resultou da elevação de 2,1% do Valor Adicionado a preços básicos e do aumento de 3,9% nos Impostos sobre Produtos. Já o PIB per capita ³cresceu 0,8% em 2005.

2.3 Diretrizes para Inflação no Uruguai

Segundo Cuitiño, Tramontín e Vicente (2011), na economia Uruguai, cabe ao Banco Central o controle da inflação, cuja conduta é pautada sob a forma progressiva de metas de inflação. Para tanto, o índice de preços ao consumidor (IPC) serve como base para medidas relativas à política monetária.

De maneira análoga ao Brasil, que enfrentou a crise cambial no final da década de 1990, o Uruguai passou, a partir de dezembro de 2001, também por uma profunda crise financeira.

Entre 1999 e 2002 o Uruguai apresentou uma trajetória declinante do PIB. Essa tendência foi mais acentuada em 2001, devido a uma crise bancária, em parte agravada pelo colapso da economia Argentina, mas também originária por fraquezas dentro do próprio setor financeiro uruguaio. Nesse cenário, coube ao governo intervir na economia de modo a

³O PIB *per capita* é definido como a divisão do total do PIB pela população residente. Em 2005, a população residente do país atingiu aproximadamente, 184,2 milhões de habitantes, o que representa um crescimento populacional de 1,4% em 2005, segundo estimativa da Coordenação de População e Indicadores Sociais do IBGE.

assegurar a estabilidade do sistema através da intervenção sobre os bancos com o objetivo de evitar o efeito contágio para o sistema como um todo (PLAZA e CIRTAINÉ, 2005).

Tabela 4 – Produto Interno Bruto Uruguai (1999-2006)

Ano	PIB	$\Delta\%$ PIB
1999	23.983.945.190,62	-
2000	22.823.255.805,97	-1,93
2001	20.898.788.420,09	-3,84
2002	13.606.494.599,02	-7,73
2003	12.045.627.411,02	0,81
2004	13.686.333.821,79	5,00
2005	17.362.872.709,75	7,46
2006	19.579.479.147,20	4,10

Nota: Valores expressos em US\$

Fonte: Banco Mundial

Cancela (2008, p. 195) argumenta que a crise uruguaia consistiu na fuga de metade dos depósitos do sistema bancário do país em um período de apenas sete meses, montante esse equivalente a cerca de 30% do PIB na época, acompanhado de uma abrupta queda no nível de reservas.

Tal desempenho foi marcado por uma séria de fatores, internos e externos, tais como:

a) queda na atividade da economia devido à perda de competitividade com o Brasil associada à crise cambial desse país em 1999; b) alta na taxa de juros internacional e no preço do petróleo; c) queda acentuada nos preços de bens exportados pelo país como carne, lã e arroz; d) período de seca que impactou diretamente os setores agropecuários e, com efeito, refletindo em queda nas exportações do país, assim como na geração de energia; e) indícios de febre aftosa que prejudicaram ainda mais as exportações de carne (BUCHELI e FURTADO, 2005, p. 170).

A reversão dessa trajetória, segundo Zunino (2010), esteve relacionada com mudança na conduta da política monetária, ou seja, através de medidas que contaram com a redução da vulnerabilidade da economia e da inflação, mudanças essas adotadas pelo governo do país e não meramente por ações de mercado. Pontualmente, segundo o autor, a economia do país estava, na época, menos vulnerável a choques externos em comparação há décadas anteriores.

Os resultados da crise implicaram em um aumento de grande ordem sobre o nível de pobreza em decorrência de políticas fiscais restritivas. Como resultado, o governo adotou uma nova conduta na política cambial, em 2002, ao abandonar o câmbio administrado com flutuação suja para o câmbio flutuante. Tal medida buscou como objetivo central a redução da inflação, naquele instante em um nível ao redor de 20%, e também para conter o *pass-through*

(repassa da desvalorização cambial nos níveis de preços). Tais condutas surtiram efeitos em pouco tempo na economia do país. As medidas permitiram reduzir em grande medida a dolarização da economia, acompanhada de uma redução na dívida do Uruguai. Tais fatores contribuíram para obtenção do *superávit* primeiro no ano de 2003 e redução do patamar da inflação (CANCELA, 2008).

Garda, Lanzilotta e Mantero (2006), de maneira complementar, revelam que a partir de 2002, a política monetária passou a ser gerenciada a partir de controles dos agregados monetários (M1)⁴ tendo como objetivo o controle da inflação. Adicionalmente, caberia ao Banco Central do Uruguai a intervenção no mercado de câmbio visando tal cumprimento.

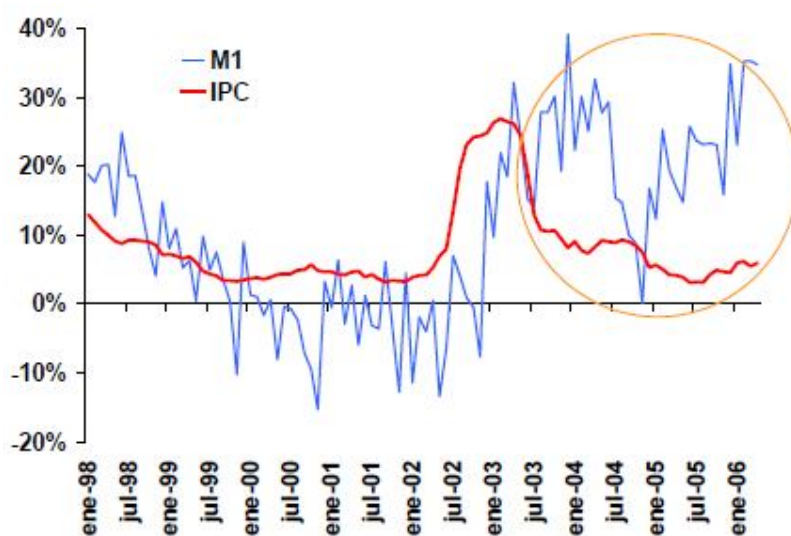


Gráfico 7 – Inflação e M1 (taxas de variação 12 meses) (1998-2006)

Fonte: Garda, Lanzilotta e Mantero (2006)

Segundo os autores, o M1 cresceu a partir de 2002 em um ritmo maior do que a inflação. Bucacos e Licandros (2003) explicam que a premissa parte de uma relação não razoavelmente estável entre M1 e nível de preços. Para a manutenção de tal estratégia, houve uma política que buscava o equilíbrio fiscal. Como resultado, a economia logrou crescimento nos anos seguintes.

Diante da conduta na política monetária os resultados foram efetivos. Por um lado, o ápice da inflação ocorreu em março de 2003 com a taxa de 28,51% e, a partir da nova conduta monetária, obteve uma redução para apenas 1 dígito já no ano de 2004. A partir de então, a inflação, segundo dados do Banco Central do Uruguai, convergem para um valor entre 4% e 9%, até o ano de 2007. Tais valores estiveram dentro da meta estabelecida pelo Comitê de

⁴ O M1 é composto pela moeda em poder do público e depósitos à vista de bancos comerciais.

Política Monetária do Banco Central do Uruguai (BCU), definida para a banda entre 7% e 9%.

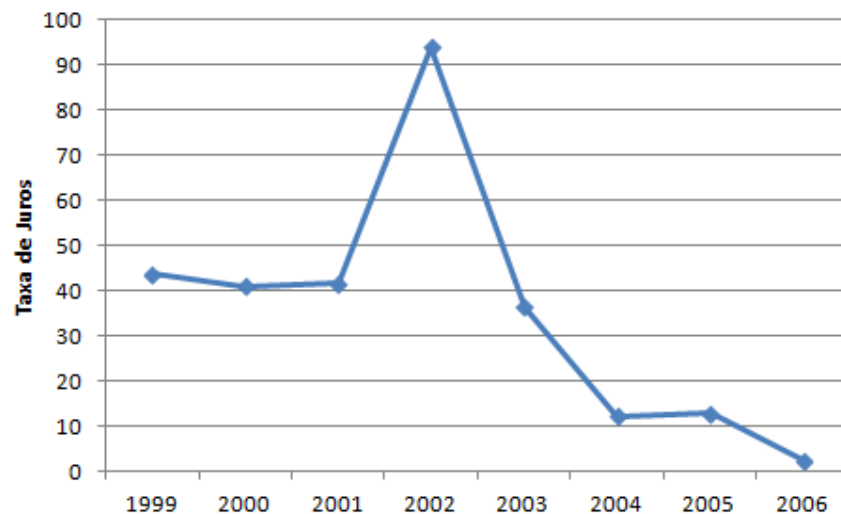


Gráfico 8 – Taxa de Juros Real Uruguai (1999-2006)

Fonte: Banco Mundial

A mudança no perfil da política monetária também pode ser evidenciada pela taxa de juros real do Uruguai. Ao final da década de 90 a taxa real constava em uma trajetória constante em torno do nível de 40%. Porém, com a crise financeira houve um crescimento para acima de 90%, no ano de 2002, dada a crise financeira instaurada no sistema financeiro do país. Diante da nova regra da política monetária, a taxa de juros real declinou acentuadamente para aproximadamente 10% em 2004 e manteve sua trajetória de queda até 2006. Assim, como resultado, houve a inflexão da trajetória de crescimento econômico a partir de 2004, distintamente da variação negativa do PIB de anos anteriores. O Uruguai apresentou taxas crescentes do PIB superior ao nível de 4%, a partir desse período até o ano de 2007.

3. EFEITOS DA CRISE SOBRE AS ECONOMIAS DO BRASIL E URUGUAI

Após a eclosão da crise americana em 2007, diversas economias sofreram os impactos de diferentes magnitudes. Alguns países foram impactados de maneira mais acentuada, principalmente no continente europeu, refletindo diretamente sobre a atividade econômica dos mesmos, enquanto outros conduziram tal adversidade com resultados menos adversos.

Brasil e Uruguai, no tocante à taxa de câmbio, apresentaram trajetórias distintas a partir da eclosão da crise financeira. Primeiramente, cabe mencionar que a taxa de câmbio no Brasil possui uma paridade centrada em torno de dois reais para cada dólar americano, enquanto no Uruguai essa relação gira em torno de 20 pesos (em 2012).

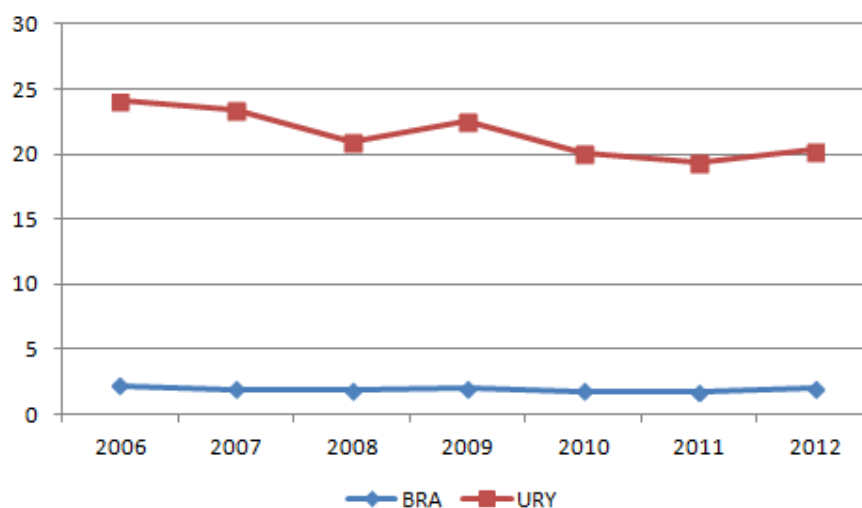


Gráfico 9 – Taxa de Câmbio Brasil e Uruguai (2006-2012)

Nota: Taxa relativa ao dólar americano

Fonte: Banco Mundial

A economia do Uruguai apresentou tendência de leve apreciação cambial a partir da crise de 2007, enquanto no Brasil houve uma manutenção, entre leves oscilações, da taxa de câmbio.

Por sua vez, a taxa de juros⁵ também indica trajetórias diferentes a partir da crise para ambos os países. Enquanto no Brasil a taxa declina no período, no Uruguai há indícios de um leve aumento no ano de 2009 com uma posterior queda nos anos posteriores. É possível observar também que a taxa de juros no Brasil é muito superior à exercida no Uruguai.

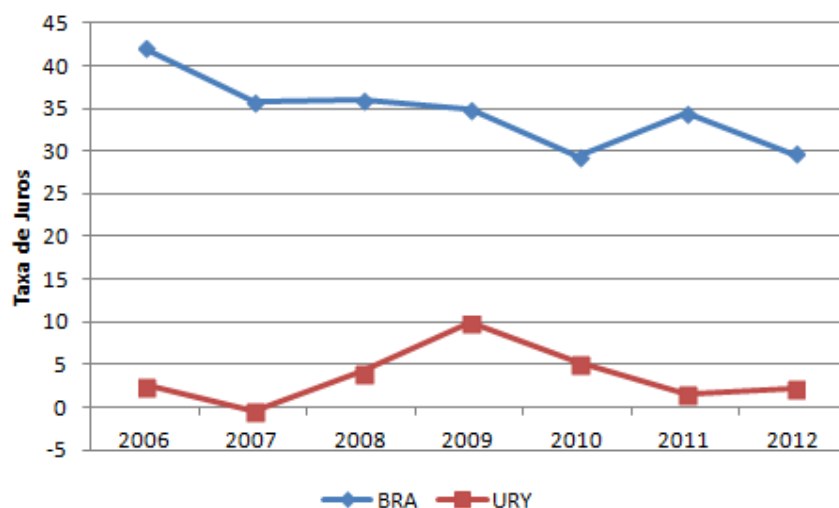


Gráfico 10 – Taxa de Juros Brasil e Uruguai (2006-2012)

Fonte: Banco Mundial

⁵ Real interest rate is the lending interest rate adjusted for inflation as measured by the GDP deflator.

Para o PIB, por outro lado, os países indicaram trajetória similar com relação ao crescimento econômico, indicando um possível efeito da crise americana sobre as economias em análise. A partir de 2008 a economia tanto de Brasil, quanto do Uruguai tiveram uma acentuada queda na taxa de crescimento, cuja recuperação somente foi observada em 2010. Contudo, a economia do Uruguai apresenta taxas de crescimento acima das brasileiras durante todos os anos (período entre 2006 e 2012).

Uma possível explicação para este crescimento uruguaio acima do verificado no Brasil, pode ser encontrado na estabilização cambial que ajudou na derrubada da taxa de inflação permitindo que muitas pessoas desempregadas, voltassem ao mercado de trabalho, ampliando a demanda agregada da economia via consumo. Já o Brasil aproveitou-se principalmente do bom momento vivido pelos elevados preços das *commodities* agrícolas e minerais no mercado internacional e, principalmente pós eclosão da crise financeira, pela fartura de crédito e isenções fiscais que estimularam o consumo doméstico.

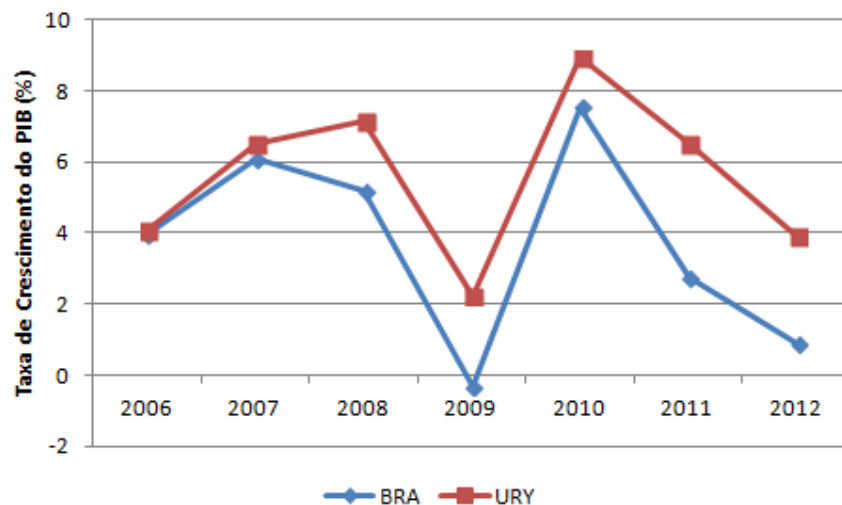


Gráfico 11 – Taxa de Crescimento do PIB de Brasil e Uruguai (2006-2012)

Fonte: Banco Mundial

Por fim, a análise centra nos dados para a inflação. Primeiramente, é importante ter em mente que a meta de inflação vigente no Uruguai é uma banda entre 4% e 6%, com sinalização para o período de 2014 entre 3% e 7%. Já no Brasil, a meta para 2013 estabelecida é de 2,5% a 6,5% com previsão de manutenção para o ano seguinte.

Isto posto, é possível observar que o Brasil têm obtido resultado satisfatório quanto à meta imposta para a inflação no período entre 2006 e 2012, distintamente do Uruguai. Nesse caso, a mudança de conduta do Banco Central do Uruguai seja exatamente no sentido de flexibilizar o nível de inflação buscando centralizar dentro da meta da inflação.

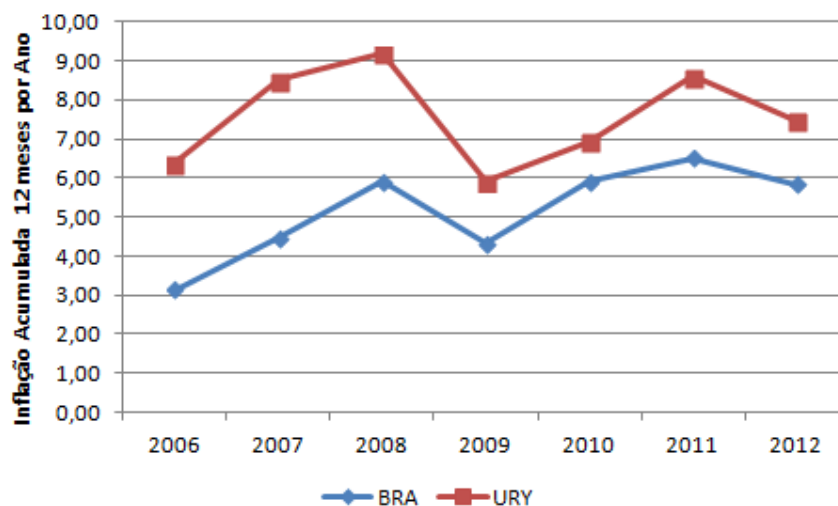


Gráfico 12 – Inflação Acumulada 12 meses (anual) – Brasil e Uruguai (2006-2012)

Fonte: Banco Central do Brasil e Banco Central do Uruguai

À partir de 2007, quando o governo uruguaio anunciou a o valor pretendido da taxa de câmbio percebe-se que isto contribuiu para uma redução da inflação acumulada. Ademais, os efeitos recessivos da crise financeira, contribuíram para que a economia do país somasse dois anos (2009 e 2010) dentro da meta estabelecida.

CONCLUSÃO

Os resultados para os primeiros anos da adoção do novo modo de condução da política monetária foram satisfatórios no que tange ao controle dos níveis de preços e na comunicação da autoridade monetária que é de suma importância na ancoragem das expectativas dos agentes econômicos.

Obviamente que nenhuma proposta de política econômica está imune às críticas e um dos principais questionamentos à cerca do RMI no Brasil é a persistência da taxa de juros de curto prazo (Selic) estar em patamares sempre elevado para o controle dos níveis de preços o que tende a causar uma retração nos níveis de investimentos da economia e por conseguinte em crescimentos módicos no Produto Interno Bruto (PIB) do país.

Além disto, as bandas de flutuações do RMI em ambos os países (2,5% a 6,5% no Brasil e 3% a 7% no Uruguai) são alvos de questionamentos uma vez que quanto maiores as bandas, menor pode ser o compromisso do gestor da política monetária em conduzir a inflação para o centro da meta e portanto menor pode ser a credibilidade do regime, fazendo com que a ancoragem das expectativas fiquem deterioradas.

REFERÊNCIAS

- AIDAR, Octávio de. **Política Monetária no Brasil: Os desafios do regime de metas de inflação**. 2005. 63p. Monografia (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2005.
- ARAÚJO, Assilio L.Z. **Avaliação crítica do regime de metas de inflação a partir de uma ótica pós-keynesiana**. 2007. 26 pg. **Dissertação** (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, Porto Alegre, 2007.
- BACHA, E. L. **O Plano Real: uma avaliação**. IN: MERCADANTE, A. (org). **O Brasil pós Real: a política econômica em debate**. Campinas, SP: UNICAMP. IE, 1998.
- BAER, W. **A economia brasileira**. São Paulo: Nobel, 1996.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA>>. Acesso em 25.08.2013
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Regime de Metas para a Inflação no Brasil. Série Perguntas mais Frequentes, 2013. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2010-Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil.pdf>>. Acesso em 12 de setembro de 2013.
- BANCO CENTRAL DEL URUGUAY. Disponível em <<http://www.bcu.gub.uy>>. Acesso em 25.08.2013
- BANDA, Ariel. Conferencia: El Banco Central en la Economía Uruguaya. **Revista de Economía – Banco Central Del Uruguay**, Segunda Epoca, VI. 15, nº 1, Mayo, 2008.
- BATISTA, Nogueira Paulo de. **O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina**. 1996. 28p. – Pesquisador visitante do Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo.
- BERNANKE, B. et al. **Inflation targeting: lessons from the international experience**. Princeton: Princeton University, 1999.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com liberdade. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3, p. 146-180, jul.-set. 2002.
- BUCACOS, Elizabeth; LICANDRO, Gerardo. La Demanda de Dinero en Uruguay: 1980.1-2002.4. **Revista de Economía – Banco Central Del Uruguay**, Segunda Epoca, VI. X, nº 2, Noviembre, 2003.
- BUCHELI, Marisa; FURTADO, Magdalena. Uruguay 1998-2002: La Distribución Del Ingreso en las Crisis. **Revista de La Cepal**, nº 86, agosto, 2005.
- CANCELA, Walter. Política Monetaria en El Uruguay: Manejo y Perspectivas. **Papers and Proceedings – Política Monetaria en El Uruguay**, pgs. 195-199, 2008.
- CARVALHO, F et al., **a teoria da política monetária novo clássica. Economia Monetária e Financeira : Teoria e Política**. São Paulo : Campus, 2000, p.214-233
- CORREIO, Ana Claudia, et al. **A Ilusão Monetária e a informação contábil e financeira**. 2010.p 59 Monografia (Graduada em Ciências Contábeis) – Universidade Mackenzie, São Paulo, 2010.
- CUITIÑO, Fernanda; TRAMONTIN, Fiorella; VICENTE, Leonardo. Evaluación de Indicadores de Inflación Subyacente para Uruguay. **Banco Central Del Uruguay**. Documento de Trabajo, nº 011, 2011.
- DAVIDSON, P. The neoclassical vs. post keynesian view of government. **Controversies in post keynesian economics**. Aldershot, UK: Edward Elgar, 1991.
- DIEESE. São Paulo, 2013. **A inflação e os juros**. Disponível em <<http://www.dieese.org.br/sitio/buscaDirigida?tipoBusca=eixo&valorBusca=POL%CDTICAS+P%DABLICAS>> Acesso em 19.04.2013.
- FARHI, Maryse. **Análise comparativa do Regime de Metas de Inflação**. 2007. 58p. Texto para discussão- UNICAMP, São Paulo, 2007.

- FERRARI FILHO, F. **Da tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma agenda econômica alternativa: uma estratégia de desenvolvimento para a economia à luz da teoria pós-keynesina.** UFRGS – Textos para discussão - nº 14, novembro/2002.
- FREITAS, Maria Cristina. **Regime de metas de inflação em perspectiva comparada.** 2009. 15p. Texto para discussão – Fundação de Desenvolvimento Administrativo, São Paulo, 2009.
- GARDA, Paula; LANZILOTTA, Bidiana; MANTERO, Rafael. **Agregados Monetários e Inflación en Uruguay: ¿Una Relación no Lineal?** Centro de Investigaciones Económicas – CINVE, 2006.
- HILLBRECHT, Ronald. **Metas de inflação e política fiscal** – Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, vol.55 no.3 Rio de Janeiro July/Sept. 2001.
- IBGE. Disponível em <<http://www.ibge.gov.br/home/>> . Acesso em 22.03.2012
- IPEADATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em 14.02.2013
- LANZANA, A. E. T. **Economia brasileira: fundamentos e atualidade.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- MALAN, S.P. **Uma crítica ao Consenso de Washington** - Revista da Economia Política, São Paulo, v.11, n.3, p.1-8, jul/set.1991.
- LIMA, G. T. . **Regime monetário de meta de inflação em um ambiente de heterogeneidade de estratégias de formação de expectativas de inflação.** São Paulo: University of São Paulo, Department of Economics Working Papers Series 2012-11, 2012 (Texto para Discussão)
- LOPES, R. O. ; ALENCAR, D. A. Curva de Phillips: os casos de Brasil e EUA, de 1999-08. **Revista de Economia (Curitiba)**, v. 38, p. 81-114, 2012.
- LOPES, M.; MOLLO, M. L. R. Regime de metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. **Anais do XIV Encontro Nacional de Economia Política**, São Paulo, 2009.
- MARGARIDO, M. A. **A questão cambial e a balança comercial no Brasil pós-Plano Real.** Informações Econômicas, SP, vol. 31, nº 11, novembro/2001.
- MENDONÇA, H. F. **Metas de Inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro** – Revista Economia Aplicada, São Paulo, Jan/Mar 2001.
- MEOTTI, Fabio Vinícius. **Implantação e Evolução do Sistema de Metas de Inflação no Brasil.** 2009. 89p. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico - Universidade Federal do Paraná, PR, 2009.
- MERCADANTE, A. Plano Real e o neoliberalismo tardio. IN: MERCADANTE, A. (org). **O Brasil pós-Real: a política econômica em debate.** Campinas, São Paulo: UNICAMP. IE, 1998.
- MINSKY, H. (1986). **Stabalizingna unstable Economy.** New Haven: Yale University Press
- MISSIO, F.J. **Uma revisão da macroeconomia brasileira dos anos 90: O mix da política fiscal, monetária e cambial.** 2008. 29p. Tese (Mestrado em economia) - Universidade Estadual de Mato Grosso do Sul, RS, 2008.
- MODENESI, R.L. **Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil (1995-2008): uma agenda de pesquisa,** 2000. P19. Tese (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia da Universidade Feral Fluminense, 2000.
- MOREIRA, E.M. **Política monetária: em 2005, Copom calibra a taxa de juros Selic em busca da meta de inflação** - Revista FEE, Porto Alegre, v. 33, n. 4, p. 31-40, mar. 2006.
- OREIRO, J.L. **Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro, 2005.** 25p. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal do Paraná, 2005.

- OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento autossustentado da economia brasileira. SICSÚ, João; OREIRO, José L.; DE PAULA, Luiz F. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Barueri: Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2003.
- PADILHA, A.P. **Metas de Inflação: Experiência e Questões para os Países em Desenvolvimento**, 2007. 120p. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2007.
- PIO, Carlos. **A Estabilização Heterodoxa no Brasil :idéias e redes políticas**. Revista brasileira de ciências sociais, São Paulo, v. 16 n.46, junho/2001.
- PLAZA, Luis de La; SIRTAINÉ, Sophie. An Analysis of the 2002 Uruguayan Banking Crisis. **World Bank Policy Research Paper**, 3780, December, 2005.
- POMAR, Valter. **O Brasil endividado**. 2. Ed. São Paulo, Perseu Abramo, 1996.
- PRADO, F.A. **Coordenação entre Política Fiscal Monetária no Regime de Metas de Inflação**, 2007. 48p. Dissertação (Mestrado em economia) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.
- RELATÓRIO DE INFLAÇÃO DISPONÍVEL EM < <http://www.bcb.gov.br/?RELINF>>. Acesso em 22.04.2013
- RIGOLON, Francisco. **A atuação do Banco Central em uma economia estabilizada: é desejável adotar metas inflacionárias no Brasil?**; Revista de Economia Política, v. 19, n.3 (75), julho-setembro/1999.
- SETTERFIELD, M. **Supply and Demand in the Theory of Long-run Growth: introduction to a symposium on demand-led growth**, 2003, Review of Political Economy, Volume 15, Number 1.
- SICSÚ, J. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. **Economia Aplicada**, v. 6, n. 4, p. 703-711, 2003.
- SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. A. A administração fiscal no Brasil e a taxa de juros. In: SICSÚ, João (Org.). **Arrecadação e gastos públicos: de onde vem, para onde vão?** v. 1. São Paulo: Boitempo, 2007. p. 110-119.
- SILVA, Fábio.J.F. **Expectativa de Inflação sobre o Regime de Metas de Inflação no Brasil**. 2005.p75. Dissertação (Mestrado em Economia) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2005.
- SOBREIRA, Rogério, et al. **Política monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação**. 1. Ed. São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2009.
- STONE M. R **Inflation targeting regimes**.2003. (IMF WorkingPaper,n.03/9). Disponível em: <<http://www.imf.org>>.
- TAVARES, M. A economia política do Real. IN: MERCADANTE, A. (org). **O Brasil pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas, São Paulo: UNICAMP. IE, 1998.
- THÁ, Daniel. **Uma análise da performance do sistema de metas inflacionárias no Brasil**. 2004. 104p.(conclusão de curso Ciências Econômicas) – FAE Business School, Curitiba.
- TOSTES, Felipe Santos. **Regime de Metas de Inflação no Brasil: Uma análise dos efeitos transmissores da política monetária sobre a inflação e o produto**. 2010. 120 pg. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas da URFGS, Porto Alegre, 2010.
- WERLANG, S. R. **Implementing inflation targeting in Brazil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. (WorkingPaper,n. 1).
- WILLIAMSON, John, (2000), “**Exchange Rate Regimes for Emerging Market: Reviving the Intermediate Option**”, Institute for International Economics, september, nº 60.

ZUNINO, Gonzalo. **La Eficiencia de La Política Monetaria como Instrumento Estabilizador en Uruguay.** Centro de Investigaciones Económicas – CINVE, 2010.